

LES ÉMISSIONS DE VALEURS MOBILIÈRES ET LEUR RÉGLEMENTATION

THÈSE POUR LE DOCTORAT

présentée et soutenue le 18 Décembre 1937, à 13 h. 30

PAR

ÉMILE BOURSIER

Président : M. LESCURE , professeur.

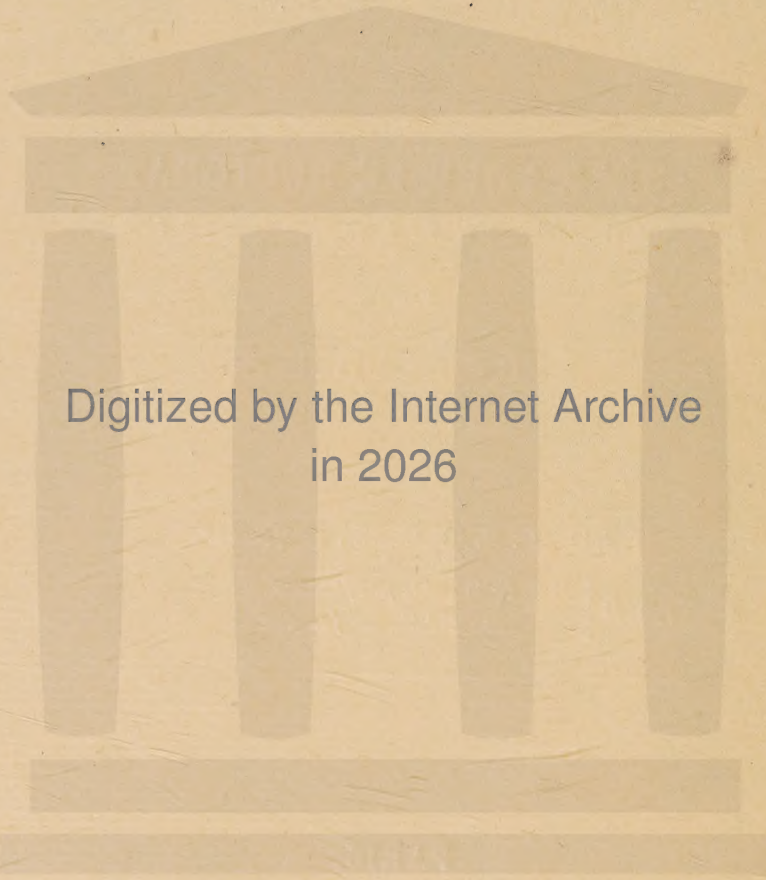
Suffragants { MM. NOGARO, professeur.
 NOYELLE, professeur.

PARIS

LIBRAIRIE TECHNIQUE ET ÉCONOMIQUE

3, RUE SOUFFLOT, 3

1937



Digitized by the Internet Archive
in 2026

LES ÉMISSIONS DE VALEURS MOBILIÈRES

ET

LEUR RÉGLEMENTATION

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

LES ÉMISSIONS
DE VALEURS MOBILIÈRES
ET LEUR RÉGLEMENTATION

THÈSE POUR LE DOCTORAT

présentée et soutenue le 18 Décembre 1937, à 13 h. 30

PAR

ÉMILE BOURSIER

Président : M. LESCURE , professeur.

Suffragants { MM. NOGARO, professeur.
NOYELLE, professeur.

PARIS

LIBRAIRIE TECHNIQUE ET ÉCONOMIQUE

3, RUE SOUFFLOT, 3

1937



LES ÉMISSIONS DE VALEURS MOBILIÈRES

INTRODUCTION

Le développement des Sociétés anonymes présente une importance considérable pour l'économie nationale ; c'est en effet à leur existence que le monde doit l'essor qu'il a connu avant la guerre.

Constituées à l'aide des capitaux privés, dont elles permettent la concentration, elles nécessitent la sollicitation du public.

Une diminution des investissements est récemment apparue ; elle semble la conséquence temporaire de la crise économique avec l'avènement de laquelle elle coïncidait. En réalité, des causes plus profondes sont à l'origine de la dépression du marché des capitaux, dissimulée, jusqu'alors, par la prospérité : elles tiennent à une transformation de la structure des pays qui fait naître dans l'esprit des épargnants un sentiment permanent d'insécurité, qu'accentuent les spoliations dont ils sont victimes de la part d'hommes d'affaires peu scrupuleux.

La restauration de la confiance est avant tout, subordonnée à la protection de leurs droits. Les Pouvoirs publics se sont préoccupés de cette tâche, mais l'évolution

de l'organisation financière des nations et le perfectionnement des méthodes de placement nécessitent une perpétuelle adaptation de leurs efforts aux réalités pratiques.

Il est impossible d'embrasser dans une courte étude l'ensemble des problèmes qui se posent à cette occasion. Aussi a-t-il paru intéressant de nous limiter aux émissions de valeurs mobilières et d'envisager une telle question sous l'angle de la protection de l'épargne.

*
* * *

Sans chercher à rester uniquement dans le cadre particulier de la France, c'est la situation de ce pays qui a naturellement attiré notre attention. Les reproches adressés, les remèdes récemment apportés montrent l'actualité du sujet. C'est pourquoi, l'examen des solutions adoptées par d'autres contrées a pour but principal d'en dégager les enseignements que suggère leur comparaison.

A cet égard, l'organisation financière d'un certain nombre de nations a subi des modifications profondes dont il est difficile d'apprécier maintenant la portée ; souvent l'application des principes nouveaux y est à peine ébauchée. C'est le cas de l'Allemagne et de l'Italie, pour lesquelles le domaine des émissions de valeurs mobilières est de plus en plus sous l'emprise des Pouvoirs publics.

De même, les législations belge et américaine se sont orientées vers une intervention croissante de l'État.

Dès lors, le Droit anglais apparaît à peu près, seul, susceptible de fournir les éléments d'une étude comparée, qui soit utile au législateur français.

Sa perfection, fréquemment louée, conduit à le citer en exemple. Cependant, la structure des deux pays ne se

présente pas sous un caractère identique. Dans ces conditions, l'intérêt d'une analyse approfondie de la législation anglaise n'est pas seulement d'en vérifier les dispositions heureuses et de justifier les avantages qui peuvent résulter de son imitation, mais encore de préciser les limites d'un rapprochement avec le Droit français.

Il sera donc parfois nécessaire de recourir, même si elles sont désormais abrogées, aux réglementations d'autres nations, afin d'avoir dans toutes les circonstances les éléments d'une comparaison.

*
* *

Placée sous le signe de la protection de l'épargne, l'étude des émissions de valeurs mobilières est, par suite, limitée à celles des entreprises privées nationales et à celles de valeurs étrangères.

Les Fonds d'État, les valeurs de collectivités publiques ou des Services publics nationaux sont exclus de son domaine d'application ; la garantie que la puissance publique leur confère amène, en effet, la disparition des risques du souscripteur.

C'est alors au problème de la constitution des Sociétés que se rattache celui des émissions de valeurs mobilières : certes, il en déborde le cadre, mais il faut considérer, avec la Jurisprudence, une augmentation de capital comme impliquant une nouvelle constitution partielle.

C'est pourquoi, par souci de clarté et de simplification, nous nous sommes rapportés à la phase constitutive, en ayant soin d'indiquer les différences qui peuvent résulter d'une émission d'obligations ou d'actions, au cours de la Société.

Le terme « émission » a deux sens : un sens étroit, délivrance matérielle du titre et un sens large, tout acte destiné à lancer dans la circulation des valeurs qui ne s'y trouvaient pas auparavant, dans lequel il est ici accepté.

Dans ces conditions, les circonstances économiques qui entourent une émission et la technique du placement exercent une influence prépondérante sur la législation.

Aussi convient-il d'envisager l'aspect économique de la question avant d'étudier sa face juridique et, s'inspirant d'une telle idée, de distinguer dans cet ouvrage trois parties :

La première, relative aux émissions de valeurs mobilières et à la technique de l'émission ;

La seconde, à la réglementation des émissions ;

La troisième, à la responsabilité.

Enfin, l'évolution des esprits ne rend pas impossible une attitude nouvelle des Pouvoirs publics ; suivant l'exemple d'un certain nombre de pays, ils peuvent être amenés, sous l'influence de considérations le plus souvent extérieures à la protection de l'épargne, à intervenir dans les émissions de valeurs mobilières ; il appartiendra à notre conclusion de préciser ces tendances et en même temps de donner un aperçu des systèmes adoptés par les autres nations.

PREMIÈRE PARTIE

LES ÉMISSIONS DE VALEURS MOBILIÈRES ET LA TECHNIQUE DE L'ÉMISSION

Le problème de la protection de l'épargne ne revêt pas un caractère uniforme dans toutes les émissions ; il y a donc lieu d'étudier dans un premier chapitre ces diverses catégories d'émissions :

— Émissions de valeurs nationales et de valeurs étrangères.

— Émissions de Sociétés qui font appel à l'épargne publique et celles de Sociétés « privées ».

— Émissions de valeurs à revenu fixe et de valeurs à revenu variable.

Le mécanisme de l'émission apparaît, dès lors, d'autant plus complexe que l'évolution de la vie économique procure des moyens d'action plus nombreux ; il devient nécessaire, pour couvrir le risque d'émission, trop lourd pour les fondateurs de l'entreprise, de recourir à des institutions, les Syndicats d'émission, dont le rôle, les modalités et l'action doivent être précisés. Ces deux aspects du placement constituent les deuxième et troisième chapitres de notre première partie.

CHAPITRE PREMIER

LES DIVERSES CATÉGORIES D'ÉMISSIONS

Section I. — Émissions de valeurs nationales.

Émissions de valeurs étrangères.

La circulation internationale des capitaux a pris dans l'économie moderne une ampleur inconnue avant le XIX^e siècle ; c'est le résultat de la sécurité juridique des relations entre les pays et des perfectionnements apportés à l'organisation des Bourses et des Banques et aux moyens de transport.

Le développement des placements à long terme sur les marchés étrangers a permis la mise en valeur économique du monde. Avant la guerre, une distinction assez nette existait entre les divers pays ; les vieilles nations riches, aux capitaux abondants et à faible taux d'intérêt, souscrivaient aux émissions des pays pauvres à taux d'intérêt élevé.

Les intérêts annuels formaient un élément actif de la balance des comptes du pays prêteur et lui permettaient, avec une balance commerciale déficitaire, de jouir d'une grande et stable prospérité.

Ces émissions de valeurs étrangères avaient donné lieu à de vives discussions qui se sont poursuivies depuis la guerre. A la fin du XIX^e siècle, l'interdiction des placements étrangers avait même été demandée en France,

tandis qu'en Allemagne et en Angleterre, une violente campagne était menée contre eux. Les arguments invoqués s'inspiraient de considérations de nationalisme économique, d'autant moins explicables que le libéralisme n'avait à cette époque, engendré que des bienfaits.

Les émissions de valeurs étrangères doivent être étudiées du point de vue de leurs répercussions sur l'activité économique, de l'orientation de l'épargne qu'elles entraînent, et des risques qu'elles font courir à cette dernière.

Les placements à l'étranger ont pour but de procurer au pays emprunteur, soit des marchandises, soit des capitaux sous forme de monnaie. Lorsqu'ils étaient le fait de pays neufs, ils étaient utilisés pour le développement économique de ces derniers et se traduisaient toujours par des commandes ¹. Les emprunts des États étrangers, pour accroître leurs armements, ceux des Sociétés privées, pour améliorer leur outillage, permettaient d'acquérir des produits.

Le chiffre exact des exportations payées avec le produit des émissions étrangères en France n'est pas encore connu ; il est cependant certain que la plus grande partie en a été utilisée dans le pays prêteur pour solder les achats effectués par le pays emprunteur.

L'épargne, dans ce cas, est employée dans le pays même qui lui a donné naissance, l'industrie nationale n'est nullement lésée.

Le problème revêt un aspect plus complexe lorsque les achats ne portent pas sur des objets de consommation mais sur des moyens de production. C'est alors le développement économique du pays emprunteur qui se poursuit,

1. M. Lescure. *L'épargne en France*, p. 34.

sa structure économique se modifie, et au terme de cette évolution il cesse d'être un client pour devenir un concurrent.

Il est rare néanmoins que cette hypothèse se réalise parfaitement, car la plupart des industries en voie de formation, ne concurrencent pas en général celles du pays qui a fourni les capitaux. Au contraire, l'existence d'une nation riche rend plus avantageuses les relations ; un perfectionnement des moyens de transport les facilite : la création de chemins de fer et d'une marine marchande dans les divers États de l'Amérique du Sud a favorisé le commerce extérieur de ces pays. D'ailleurs, un pays neuf qui a besoin de capitaux trouvera, quoi qu'il en soit, une nation qui acceptera de les lui prêter ; il vaut mieux faire l'opération que de la laisser faire par d'autres, puisqu'elle procure au pays prêteur des intérêts plus élevés et des avantages économiques ou même politiques.

Une telle conception ne doit cependant pas faire perdre de vue l'intérêt des industries du pays pour lesquelles le développement d'industries concurrentes amènera une restriction des débouchés ; trop souvent, l'intérêt bien compris de l'Économie nationale s'efface devant des intérêts particuliers. Les industries textiles et les industries du cuir qui se sont développées aux Indes, afin de profiter des salaires peu élevés de la main-d'œuvre hindoue, accroissent le chômage en Angleterre dans les industries similaires et en précipitent la ruine.

Ces inconvénients semblent surtout insupportables, lorsque les commandes ne sont pas passées à l'industrie du pays où l'émission a lieu. Ce n'est pas la situation la plus fréquente, mais même ainsi, il n'est pas certain que l'opération soit désavantageuse pour l'épargne nationale

et que celle-ci serve à alimenter l'industrie étrangère ¹.

Une émission de valeurs étrangères n'est pas, en effet, suivie d'une exportation de capitaux sous forme d'or ou de monnaie ; les paiements des commandes passées dans un 3^e pays avec le produit de l'émission sont effectués, par une vente dans ce pays, soit de valeurs mobilières, soit de coupons. Dans le premier cas, il y a eu un simple échange de titres, un arbitrage et en définitive, c'est le pays qui bénéficie des commandes qui en a avancé le prix, non pas en souscrivant les titres du pays emprunteur mais en acquérant les valeurs mobilières que le pays prêteur a écoulées sur son marché, valeurs internationales en général, dès que les banquiers chargés de l'émission ont dû solder les achats. Le pays prêteur, de son côté, échange les valeurs internationales qu'il possédait, contre les valeurs de la nation emprunteuse ; l'opération sera heureuse si les valeurs émises rapportent plus que les autres.

Aussi la répercussion de l'émission est-elle double : d'une part, elle apporte des commandes à un pays étranger ; de l'autre, elle se résoud, dans la nation où elle a lieu, à un arbitrage d'une valeur nouvelle contre une valeur ancienne.

Dans le second cas, le pays prêteur solde les dépenses par des coupons ; ceux-ci sont assimilables à des devises, c'est-à-dire à de la monnaie ; c'est une perte pour l'activité nationale : le montant des coupons serait normalement entré dans le pays prêteur et dans le circuit industriel et commercial, tandis qu'il sert à alimenter l'industrie étrangère.

Il semble donc que les placements étrangers souscrits par la France avant la guerre aient été avantageux pour

1. M. Lescure. *L'épargne en France*, p. 37.

notre pays et que la plupart des commandes aient été passées à l'industrie française. Cependant, les émissions de valeurs étrangères exercent une influence sur l'orientation de l'épargne qui tend à préférer les placements étrangers aux placements nationaux.

Il n'est pas exact, en réalité, de déclarer que les capitaux nationaux qui s'investissent à l'étranger sont perdus pour l'industrie nationale et que le développement économique du pays prêteur est sacrifié à celui des pays étrangers.

Ce sont de vieux pays qui souscrivaient aux émissions étrangères ; leur industrie, déjà constituée, préférait dans une certaine mesure, le recours aux procédés d'auto-financement par prélèvements sur les réserves, à l'appel à l'épargne publique.

L'industrie nationale, d'autre part, ne manquait pas de capitaux, ils étaient abondants et à bon marché ; les détenteurs de capitaux ne plaçaient pas à l'étranger tout leur avoir. Si tout le capital national avait été investi à l'étranger, le taux de l'intérêt se serait élevé et aurait ramené les capitaux expatriés car les mouvements des capitaux étaient commandés par les variations du taux de l'intérêt.

Mais la direction prise par l'épargne entraînait, en France et en Angleterre, des conséquences fâcheuses pour l'organisation bancaire.

Les banques d'affaires et les établissements de crédit habitués au lancement des emprunts étrangers, se préoccupaient fort peu de l'économie nationale, qui exigeait de leur part un effort d'adaptation à ses besoins.

Le crédit aux entreprises moyennes, a toujours été, en France, organisé de façon insuffisante.

En Angleterre, les banques d'affaires ne participent pas

aux émissions intérieures et cette abstention des banques a donné au système d'émission britannique un aspect particulier, regrettable sur certains points. (Voir *infra*.)

Si une défectueuse organisation du crédit dans certaines nations doit être, en partie, imputée aux placements étrangers qu'elles ont consentis, l'inconvénient de ces derniers est surtout d'augmenter le risque qu'encourent l'épargne et l'économie nationales.

L'échec financier d'une entreprise nationale cause une perte sensible à l'épargne, sans que l'économie nationale subisse la même lésion, tandis que celui d'une entreprise étrangère fondée avec des capitaux nationaux, profite à l'économie du pays étranger.

La déconfiture de l'entreprise du Canal de Panama a été une perte pour l'épargne et l'économie françaises; elle a été une source de richesses pour l'Amérique.

C'est le reproche le plus grave que méritent les placements étrangers; le pays emprunteur est tenté de gaspiller les capitaux qu'il n'a pas formés lui-même, d'autre part, une étude préalable à l'émission s'avère d'autant plus difficile que l'engouement du public se porte plus volontiers sur les placements lointains, susceptibles, parce que mal connus, de procurer des profits inespérés.

C'est avec la guerre que sont apparus les dangers des placements étrangers; la majeure partie d'entre eux se sont révélés désastreux. Cependant, les titres étrangers ont eu une certaine utilité pendant les hostilités; réquisitionnés par l'État, ils ont permis de solder les achats de fournitures aux nations non belligérantes.

L'évolution profonde que la guerre a fait subir à la vie des nations, a transformé depuis, le problème des émissions de valeurs étrangères. Elles résultaient de l'application

des conceptions libérales aux mouvements des capitaux ; les progrès du nationalisme économique ont pour effet de les restreindre.

L'épargne est consommée entièrement dans le pays qui l'a formée et dont les besoins accrus de l'État exigent des sommes de plus en plus considérables.

Ce sont des considérations politiques, qui expliquent les placements, qui ont encore lieu, effectués sous forme d'exportation de monnaie ou d'or ; ils deviennent un instrument de la politique étrangère d'une nation qui s'assure des alliances à ce prix.

L'exemple des rapports de la France et des États de la Petite Entente et de l'Europe centrale est concluant, sur ce point.

L'instabilité économique et monétaire favorise les placements à court terme qui l'emportent sur les autres ; même lorsque ceux-ci existent, ils ne répondent pas au souci du développement économique du monde ; ils sont alors l'une des formes de la thésaurisation : pour échapper aux risques monétaires ou fiscaux, les individus préfèrent les valeurs étrangères qui paraissent accorder de plus sûres garanties. La généralisation de cet état d'esprit est la cause des mouvements anormaux de capitaux dont l'ampleur a amené une instabilité monétaire chronique.

Ainsi s'explique la décroissance des émissions étrangères en France.

Alors qu'avant la guerre, nous étions le banquier du monde et que les émissions étrangères, en France, dépassaient les émissions nationales, depuis la guerre, elles ont à peu près disparu.

En 1913, les valeurs étrangères détenues par les particuliers dépassaient 41 milliards de francs, les valeurs

françaises 80 milliards. Le montant des émissions annuelles était double de celui des titres français.

Depuis la guerre, l'épargne française ne souscrit pour ainsi dire plus de valeurs étrangères.

Valeurs étrangères émises à Paris¹.

1929.	
1930.	
1931.	1 milliard 460 millions
1932.	
1933.	958 millions

En définitive le problème des émissions de valeurs étrangères soulève un conflit entre l'intérêt de la nation pour qui ces émissions sont une source d'activité, puisqu'elles correspondent à une passation de commandes et l'intérêt bien compris du porteur, qui désire une valeur sûre. Sacrifier ce dernier, c'est risquer d'amener un découragement de l'épargne, mais l'instabilité qui caractérise la période actuelle ne permet pas de donner à cette question une solution que la restriction des échanges internationaux rend, pour le moment, inutile.

Section II. — Émissions de valeurs mobilières des Sociétés faisant appel à l'épargne publique et celle des Sociétés « privées ».

Le but auquel répondent les émissions de valeurs mobilières est double :

D'une part, fournir les capitaux nécessaires à la constitution d'une entreprise ou indispensables à son extension ;

D'autre part, permettre à une exploitation privée de

1. M. Lescure. *L'épargne en France*, p. 138.

prendre la forme d'une Société anonyme, favorable au développement de ses affaires.

Cette considération conduit à distinguer les Sociétés qui font appel à l'épargne publique des autres Sociétés anonymes. La différence entre ces deux sortes de Sociétés se comprend aisément.

Certaines affaires commerciales sont exploitées depuis des générations par la même famille ; lorsque celle-ci s'accroît, les parts d'intérêts de chacun se trouvent divisées ; la Société en nom collectif précédemment existante se transforme alors fréquemment en Société anonyme.

Dans ce cas, c'est entre les membres de la famille que sont répartis les titres émis en représentation des droits de chacun ; s'il en est besoin, l'aisance nécessaire à la trésorerie sera obtenue par l'émission de quelques actions nouvelles, réservées aux anciens actionnaires ou à des amis privilégiés. Mais une telle Société est toujours régie par le jeu des rapports personnels qui s'établissent avec le chef de la famille, qui en est d'ordinaire l'administrateur. Les titres restent dans le patrimoine de chacun des associés et ne circulent pas.

Cette forme de Société anonyme est en France beaucoup plus fréquente qu'on ne le croit.

De nombreuses affaires industrielles, notamment dans les produits alimentaires et dans les vins, présentent surtout en province, cet aspect ; les titres ne se trouvent pas dans le commerce, ils demeurent dans le portefeuille de chacun des associés.

Au contraire, la constitution d'entreprises dont le champ d'activité est très important, exige l'appel aux capitaux détenus par les épargnants, sans qu'intervienne le souci de la personnalité de ces derniers.

Ceux-ci possèdent quelques titres de la Société, mais ignorent en général les détails de son activité.

C'est le résultat de l'évolution économique survenue au cours du XIX^e siècle ; les procédés traditionnels utilisés pour le financement des entreprises ne sont plus adaptés au développement de celles-ci.

Les arrangements de famille ou les contrats de droit privé, comme les prêts hypothécaires et les ouvertures de crédit par les banques locales et régionales, ne conviennent plus aux besoins actuels des grosses affaires. Pour elles, du fait de leur concentration, la forme usuelle d'emprunt est l'appel au crédit public.

Au lieu de s'adresser à un ou plusieurs capitalistes déterminés, fournissant chacun une somme variable, presque toujours élevée, les entreprises divisent la somme à emprunter en un très grand nombre de parts, d'un capital peu élevé, en laissant la possibilité à tout souscripteur d'acheter autant de titres qu'il veut.

Le législateur français ne s'est jamais préoccupé de cette distinction entre les deux sortes de Sociétés.

Il paraît cependant naturel, de protéger davantage l'actionnaire de la grande Société pour qui souvent le nom seul de cette dernière est connu, et d'assouplir les obligations des Sociétés qui ne font pas appel à l'épargne publique et dont les titres sont répartis entre quelques personnes.

Un décret-loi du 8 août 1935 tient compte, néanmoins, de cette idée en exigeant pour les Sociétés faisant appel à l'épargne publique, un commissaire de surveillance choisi sur une liste de professionnels qualifiés, publiée par chaque cour d'appel à la suite d'un examen préalable.

C'est une innovation sur la législation antérieure qui

marque une tendance des Pouvoirs publics à se rapprocher des faits. Mais cette distinction ne semble pas poussée suffisamment loin d'ailleurs, car le critérium adopté n'est pas assez précis ; il consiste dans l'appel à l'épargne publique, c'est-à-dire la cotation en Bourse, l'émission publique d'actions ¹.

La législation anglaise distingue depuis longtemps, ces deux sortes de Sociétés auxquelles elle donne un nom différent : « *private companies* » et « *public companies* ».

Le caractère des « *private companies* » est intermédiaire entre celui des entreprises privées et celui des Sociétés anonymes.

Le régime des « *private companies* » est accordé aux conditions suivantes :

- Il n'est procédé à aucune émission publique ;
- La liberté de cession des actions est restreinte par une clause des statuts ;
- Le nombre des associés est limité à 50.

Cette dernière condition apparaît essentielle pour éviter les fraudes que risquerait d'entraîner la réglementation bienveillante de ce genre de Sociétés.

Par ses caractères constitutifs, la « *private company* » ²

1. Voir Kramata. *La protection de l'épargne dans les sociétés anonymes*, p. 174.

2. La législation anglaise des Sociétés, très nuancée, parce qu'elle résulte d'une adaptation historique du Droit aux situations de fait qui se sont successivement présentées, distingue encore, dans les « *Public companies* », celles qui ne font pas appel à l'épargne publique, mais pour lesquelles n'existe aucune restriction au nombre des actionnaires et à la liberté de cession des actions.

La facilité, pour ces Sociétés, de diffuser leurs titres dans le public entraîne, lorsqu'il en est ainsi, l'application des dispositions générales du Droit commun, qui se substituent alors à celles moins rigoureuses, prévues pour elles ; il est, en effet, indispensable d'éviter que la loi puisse être tournée par leur intermédiaire.

se rapproche étroitement de la Société à Responsabilité limitée, créée par le droit allemand, puis introduite en France, mais cette dernière forme de Société est une institution rigide et assez incommode, à laquelle il eût été possible de ne pas recourir ; pour permettre aux Sociétés de famille d'obtenir le bénéfice de la Responsabilité limitée, il aurait suffi d'établir parmi les Sociétés anonymes, une catégorie spéciale de « Sociétés anonymes privées », pour lesquelles les formalités constitutives auraient été simplifiées et le système de gestion et de contrôle assoupli.

Une réforme dans ce sens, doit être envisagée depuis qu'apparaît la tendance du législateur vers une augmentation de la publicité des affaires des Sociétés anonymes ; l'application de ce régime devra s'adapter aux deux formes d'entreprises : les Sociétés anonymes et les Sociétés anonymes privées, peut-être même une unification de ces deux catégories : Sociétés anonymes et Sociétés à Responsabilité limitée, serait-elle possible ¹.

Au point de vue de la protection de l'Épargne, ce sont les émissions de valeurs mobilières avec recours au crédit public, qui présentent le plus grand intérêt ; il est donc utile, de comparer les diverses façons de financer une affaire, qui sont à la disposition d'une Société.

Section III. — Émissions de valeurs à revenu fixe et de valeurs à revenu variable.

Le financement des entreprises peut se faire de deux façons :

1. Voir Percerou. *Lois et projets de lois en matière de Sociétés par actions*, p. 196, note 3.

— Par l'émission de valeurs à revenu variable, en général, des actions qui confèrent aux souscripteurs un droit de copropriété, parfois des parts bénéficiaires qui accordent un simple droit à la répartition des bénéfices ;

— Par l'émission de valeurs à revenu fixe, les obligations, qui ne donnent à leurs porteurs qu'un droit de créance.

Le recours à l'un ou à l'autre de ces deux modes de financement est plus ou moins en faveur suivant les époques. Il est déterminé par des questions d'opportunité et de dispositions du marché.

Les valeurs à revenu fixe ont toujours joué, en France, un rôle important.

Avant la guerre, elles comprenaient les deux tiers des titres cotés à la Bourse de Paris ; mais elles avaient pour rôle principal, d'alimenter les Services publics ; un dixième, environ était constitué par les obligations des Compagnies privées. Cependant, le sort de ces dernières est, en partie, lié à celui de la rente ; les émissions nombreuses d'emprunts publics et privés, depuis la guerre, amènent en quelque sorte, une saturation du marché financier, en valeurs à revenu fixe ; il en résulte une très forte hausse du taux de l'intérêt.

Certes, un grand nombre d'émissions d'actions, ont lieu ; mais celles d'obligations sont plus considérables encore.

L'accroissement du nombre de titres cotés à la Bourse de Paris, en 1923, par rapport à 1913, est de 135 p. 100 pour les obligations et de 108 p. 100 pour les actions. Le taux de l'intérêt s'est élevé de 3,84 p. 100 en 1913 à ,4 p. 100 en 1925.

A la dépréciation en valeur absolue par suite de la

hausse du taux de l'intérêt, l'instabilité monétaire ajoute une seconde cause de la désaffection du public pour cette catégorie de valeurs. Les porteurs de rentes et d'obligations supportent une dévalorisation importante de leurs titres, alors que le cours des actions ne subissait pas cette même dévaluation.

En même temps apparaît, en face des anciens épargnants ruinés, une catégorie nouvelle d'épargnants habitués au risque et préférant l'accroissement de leur capital à un rendement certain mais médiocre.

Ce sont les commerçants et industriels enrichis depuis la guerre, dont la mentalité est influencée par la conception de la valeur or des entreprises.

Sans doute, le retour à la stabilité monétaire, en 1928, a-t-il amené le public à des idées plus saines, néanmoins le développement des émissions d'obligations ne s'est poursuivi, que dans la mesure où les Sociétés le désiraient particulièrement.

Les emprunts auxquels recourt une entreprise, répondent en effet, à une double considération : *tantôt*, ils ont pour but de procurer à une Société nouvelle, une partie de son capital que les promoteurs ont peine à recueillir, sous la forme d'actions ; *tantôt*, au contraire, ils ont pour but de fournir des ressources complémentaires à une affaire qui a déjà un certain temps d'existence.

Dans ce second cas, les actionnaires ayant confiance dans l'avenir de leur entreprise, cherchent à conserver pour eux la plus grosse part des bénéfices espérés ; c'est pourquoi, ils émettent des obligations dont le revenu est fixe.

Seulement, si cette ligne de conduite est employée sans discernement, elle peut faire courir de graves dangers aux Sociétés.

En effet, plus la dette obligataire d'une Société est considérable, plus l'affaire est vulnérable.

C'est que l'emprunt obligataire impose à la Société débitrice, des engagements rigides ; si la Société ne peut y faire face, elle court le risque d'une faillite.

Le même risque n'existe pas si la Société est surtout financée par des émissions d'actions. Il suffit de supposer une Société au capital de 100 millions, dont le bénéfice net ressort seulement à 1 million, soit 1 p. 100. Si les 100 millions sont entièrement constitués par des actions, la Société peu prospère peut continuer à vivre ; si le fonds social comprend $3/4$ d'actions et $1/4$ d'obligations émises à 4 p. 100, la Société pourra encore payer les intérêts des obligations.

Mais si la proportion du capital obligataire est supérieure à $1/4$, la Société sera obligée de demander un concordat.

En fait, la proportion des émissions d'obligations par rapport au capital-actions et au capital-obligations, donne d'utiles renseignements sur la situation du crédit ¹.

En millions de francs.

Années.	Actions anciennes.	Obligations anciennes.	p. 100 du capital- obligations au capital- actions.	p. 100 des obligations nouvelles aux obligations anciennes.	p. 100 des obligations nouvelles aux actions anciennes.
1926	8.400	4.700	0,56	44 p. 100	22 p. 100
1927	11.000	17.000	1,54	17 p. 100	26 p. 100
1928	15.000	24.000	1,64	17 p. 100	27 p. 100
1929	18.000	18.300	1,01	37 p. 100	37 p. 100

Les Sociétés qui ont émis des obligations en 1926, ne possédaient qu'un nombre restreint d'obligations, puisque

1. Bonnet. *Les émissions de valeurs mobilières depuis 1926*, p. 120.

la proportion des obligations nouvelles aux obligations anciennes pour ces Sociétés est de 44 p. 100, alors qu'elle était nettement moindre (17 en 1927 et 1928, 37 en 1929), les années suivantes.

Au contraire, la proportion des obligations nouvelles au capital-actions, s'est élevée à mesure que le marché financier était plus favorable aux valeurs à revenu fixe.

Donc, ce sont en 1926, les entreprises qui ont une dette obligataire relativement faible qui ont surtout émis des obligations ; elles étaient les seules à pouvoir emprunter à des taux élevés sans avoir à supporter une dette trop lourde ; c'étaient aussi les Sociétés qui avaient le besoin le plus urgent de capitaux.

Pour reconstituer leur fonds de roulement que dépréciait la chute de la monnaie, elles étaient amenées à des émissions d'obligations que facilitait l'amortissement automatique, à la suite de la dévalorisation du franc, des obligations anciennes qu'elles possédaient.

Mais le taux excessif du loyer de l'argent alourdissait la charge du fonds de roulement qui rendait incertaine l'augmentation du produit des actions et montrait l'erreur des partisans de la valeur or des titres à revenu variable.

Depuis 1931, l'apparition de la crise économique, a déterminé une diminution brutale des émissions de valeurs mobilières par les Sociétés privées.

Elle a permis de constater l'influence de la dette obligataire sur le revenu des actions et l'importance des difficultés de trésorerie que celle-ci peut entraîner.

Des obligations.

L'obligation est un droit de créance.

Les modalités variables qui accompagnent celui-ci,

modifient, soit les conditions de remboursement des obligations, soit le caractère de ces dernières ; elles se rapprochent alors des actions.

La situation des créanciers obligataires, en cas de liquidation est inférieure à celle des autres débiteurs ; aussi parfois des garanties sont-elles prévues lors de l'émission de certaines obligations, appelées dans ce cas, obligations hypothécaires.

Comme une hypothèque ne peut être prise qu'au nom d'une personne juridique, une association des obligataires sera constituée, ou bien l'hypothèque sera inscrite au nom d'un gérant d'affaires des obligataires.

Une Société pourrait accorder à ses divers obligataires plusieurs hypothèques de rang différent, cependant en général, il n'en est pas ainsi : la Société s'engage, lorsqu'elle fait appel au public, à ne pas consentir d'hypothèques à d'autres créanciers obligataires ultérieurs ou du moins, si elle fait appel à ce procédé, de faire bénéficier de la même garantie les souscripteurs des premières émissions ; en d'autres termes, la Société emprunteuse s'engage à ne pas accorder aux souscripteurs éventuels de futurs emprunts, une situation privilégiée.

Cette convention est appelée, la clause « *pari passu* » — les prêteurs futurs auront le même traitement que les anciens, — elle est de style dans presque tous les emprunts obligataires.

Malgré l'intérêt présenté par les obligations hypothécaires, leur emploi est en France très limité ; c'est que la garantie accordée est assez illusoire. Son application, restreinte aux immeubles, est entravée par la règle de la spécialité de l'hypothèque.

Au contraire, les compagnies anglaises utilisent les

obligations d'une manière beaucoup plus souple ; en particulier, elles remettent fréquemment des obligations à un vendeur, en paiement de son prix, à un banquier, en garantie de ses avances. C'est que l'obligation dans la pratique présente l'avantage d'être garantie par une sûreté plus effective que ne l'est notre simple hypothèque.

Cette garantie consiste dans un privilège général « *floating charge* », sur le patrimoine de la Société, accompagné ou non de sûretés spéciales analogues à l'hypothèque.

Le privilège général laisse la compagnie libre de disposer comme elle l'entend de tous les éléments de son actif ; elle peut même, à moins que cette facilité ne soit exclue par une convention contraire, créer sur certains de ses biens des hypothèques spéciales qui passent avant le privilège général.

Certains pays, comme la République Argentine, ont adopté cette solution, qui donne la préférence aux créanciers obligataires, sur tous les autres créanciers, fournisseurs, banquiers, en mesure d'apprécier la solvabilité de la Société et les risques auxquels ils s'exposent ; mais, une telle mesure introduite dans notre législation, n'est pas seulement contraire aux principes généraux du Droit français, elle risque encore de présenter certains inconvénients, tout au moins au début de sa création, en donnant aux emprunteurs éventuels, une impression fallacieuse de sécurité.

Ces objections rendent donc peu probable, l'introduction en France de ce genre d'obligations.

Cependant l'octroi de garanties pourrait utilement se généraliser, surtout si certaines formes d'obligations, dont le caractère est intermédiaire entre le droit de créance et le droit de propriété de l'action apparaissaient.

Cette distinction entre les obligations, titres de créance, comportant un revenu fixe, et les actions, parts de propriété, rapportant un dividende variable, n'est pas toujours aussi nette dans la pratique que dans la théorie ; un certain nombre de titres intermédiaires ont, en effet, été imaginés : obligations convertibles en actions, obligations à revenu variable, obligations avec participation aux bénéfices.

Les obligations convertibles en actions, qui sont d'un usage assez courant aux États-Unis, comportent, soit la simple faculté, soit l'obligation d'une conversion en actions, au bout d'une période déterminée et à des conditions de prix fixées lors de l'émission des obligations.

Avantageuses pour le créancier, si l'affaire se révèle prospère, puisque dans ce cas, il obtiendra par la conversion, un revenu supérieur, ces obligations permettent d'éviter la dévalorisation des titres à revenu fixe qu'enraîne une dévaluation monétaire.

Ce dernier avantage est d'autant plus sensible que la période d'instabilité monétaire amène une certaine désorientation des esprits ; par contre, ces valeurs présentent l'inconvénient d'être essentiellement spéculatives, c'est pourquoi leur usage est resté limité à l'Amérique.

D'un emploi beaucoup plus large sont les obligations à revenu variable. Elles restent des obligations, en ce sens qu'elles représentent un titre de créance, mais au lieu de rapporter à leur titulaire un intérêt fixe, elles comportent un revenu variable, suivant le rendement de la Société.

Ces obligations se rencontrent surtout, dans les périodes de difficultés et de dépression économique.

Les obligataires, en présence de l'impossibilité pour la Société emprunteuse de satisfaire à ses engagements ont souvent intérêt à ne pas réaliser leur actif, en provoquant

une faillite dont la liquidation serait désavantageuse ; ils préfèrent, lorsque subsiste un espoir de redressement, accorder un délai à la Société pour remettre de l'ordre dans ses affaires et consentir une réduction provisoire de leurs intérêts. Il faut avouer que ces combinaisons évitent rarement la catastrophe.

De ces obligations à revenu variable, il faut rapprocher une catégorie très voisine, qui se rencontre aux États-Unis : les obligations de revenu, c'est-à-dire, des obligations à revenu variable, dont les titulaires se privent volontairement du droit de mettre la Société en faillite, si celle-ci réalise des recettes insuffisantes.

Les obligations de revenu enlèvent donc à leurs détenteurs, le droit de recours normal qu'ils ont vis-à-vis de la Société défailiante et leur confère seulement un gage spécial, sur les recettes de la Société.

Des actions.

Les valeurs à revenu fixe constituent l'un des modes de financement des entreprises, mais le plus important consiste dans le recours aux valeurs à revenu variable.

C'est essentiellement par le moyen des émissions d'actions que se sont développées les Sociétés de capitaux, qui ont rendu possible l'essor économique du XIX^e siècle.

Les agglomérations considérables de capitaux et leur immobilisation prolongée, proviennent précisément de la disparition du facteur personnel et de la limitation de la responsabilité des associés à leur mise de fonds.

Pour que ces conditions soient remplies, il est indispensable que toutes les parts sociales soient indivisibles¹ et

1. A cette règle de l'indivisibilité, qui entraîne la nécessité d'un pair nominal, existent deux exceptions : les actions de quotité et les

interchangeables, afin de permettre leur négociabilité.

A ce principe de l'égalité des droits des actionnaires, certaines atténuations sont cependant intervenues, pour adapter à leur rôle économique l'utilisation des valeurs mobilières.

Les circonstances qui accompagnent la formation d'une Société ou son extension, amènent la création de plusieurs catégories d'actions, pourvu qu'à l'intérieur de chaque catégorie, les droits des titulaires soient uniformes.

Lorsqu'une Société traverse une crise et qu'elle a besoin de se procurer des capitaux, elle est obligée d'octroyer aux nouveaux associés des avantages spéciaux, généralement un accroissement de sécurité.

Au contraire, s'il s'agit d'une Société prospère, les anciens actionnaires se réservent la plus large part des profits ; ils font valoir que si la Société connaît cette période de prospérité, c'est grâce aux efforts qu'ils ont déployés et aux sommes qu'ils ont versées lors de la fondation de l'entreprise.

Les perspectives de dividendes des nouveaux associés, doivent, dans cette hypothèse, être limitées

Sans doute quelques avantages de sécurité sont-ils accordés, comme le droit d'être remboursés les premiers en cas de liquidation ou celui de toucher un premier intérêt de dividende, mais le chiffre de ce dernier ne peut dépasser un maximum.

stocks, actions sans valeur fixe. Les premières représentent seulement une fraction du fonds social. L'action Bruay répond à ce type utilisé par d'anciennes sociétés civiles. L'annexion de l'Alsace-Lorraine a permis l'introduction dans le portefeuille français des « Kuxen » allemands (ex. mines de potasse), qui sont des actions de quotité. La législation anglaise distingue des actions, les stocks, actions sans valeur fixe, divisibles à volonté, mais l'émission en est interdite ; une conversion des actions à pair nominal en stocks est seule possible.

Cette considération de sécurité du dividende et du remboursement, peut se poser également lors de la formation de la Société.

Certains épargnants prudents préfèrent la sécurité et un profit médiocre, à des bénéfices importants qui tenteront des capitalistes plus hardis.

Les actions privilégiées répondent aux désirs des premiers, les autres sont tentés par les actions ordinaires.

En Angleterre et aux États-Unis, la modalité généralement adoptée est la suivante : un premier dividende est alloué aux actions privilégiées, les tantièmes des administrateurs sont ensuite payés et le surplus est réparti à titre de super-dividendes aux anciens actionnaires ou aux détenteurs d'actions ordinaires. Une telle pratique n'entraîne pas des résultats toujours heureux, les intérêts des deux catégories d'actionnaires étant opposés : les années prospères, les détenteurs d'actions ordinaires demandent la distribution de super-dividendes que seuls ils sont aptes à toucher ; les actionnaires privilégiés, au contraire, qui ne peuvent rien recevoir au delà de l'intérêt fixe stipulé, proposent d'affecter aux réserves une forte partie des bénéfices, sous prétexte de faire face éventuellement, aux années mauvaises, en réalité parce qu'ils n'ont pas personnellement droit à ces super-dividendes.

Dans les années mauvaises, un conflit analogue surgit ; les actionnaires ordinaires réclament une rémunération sur les réserves.

Afin d'atténuer ces oppositions d'intérêts, divers procédés sont employés.

Les pays anglo-saxons ont recours à la modalité des intérêts cumulatifs : le dividende de l'action privilégiée, s'il n'est pas distribué une année, se reporte d'exercice

en exercice, jusqu'à ce qu'il soit complètement versé.

Ce mode de répartition des dividendes est rarement adopté en France ; en général, les actionnaires privilégiés ont les mêmes dividendes que les actionnaires ordinaires. Leur avantage consiste dans la certitude de recevoir leur dividende fixe en premier lieu ; ensuite, les actionnaires ordinaires ont un dividende égal. Enfin, les super-dividendes sont également partagés entre les uns et les autres.

En fait, en France, une Société prospère qui a besoin d'augmenter son capital, préfère émettre des nouvelles actions, au-dessus du pair, la prime à payer devant compenser l'effort fourni par l'actionnaire primitif ; d'ailleurs un droit de préférence aux augmentations de capital existe au profit de l'actionnaire ancien, dans la plupart des législations (voir *infra*).

Ce sont des raisons économiques qui conduisent à établir pour les diverses catégories d'actions, des conditions différentes de rémunération ; des considérations d'un même ordre entraînent la création d'actions dont les droits de vote ne sont pas identiques, soit que certaines confèrent à leurs propriétaires un droit de vote multiple, soit que d'autres, au contraire, n'accordent qu'un droit réduit, parfois même aucun droit de vote.

L'existence des actions à vote plural, permet d'assurer à un groupe d'actionnaires, la direction d'une entreprise sans l'obliger à posséder la majorité des titres. En d'autres termes, ce groupe est dispensé d'un effort considérable, qui lui serait indispensable autrement.

Les buts économiques que permettent d'atteindre les actions à droit de vote privilégié, sont d'un ordre général ou d'un ordre spécial à l'entreprise déterminée.

Elles facilitent la concentration industrielle, et même les

ententes entre producteurs, en favorisant les prises de participation de Sociétés, les créations d'omnium, de filiales.

Il en est ainsi aux États-Unis où elles paraissent avoir pris naissance. Elles permettent de défendre les Sociétés nationales contre l'intrusion étrangère : en période de dépréciation monétaire, leur création est un moyen d'empêcher les groupes étrangers concurrents de s'emparer à vil prix de la majorité des actions de Sociétés nationales, grâce à la baisse du change ; lors de la grande inflation, les Sociétés allemandes ont largement usé des actions à vote plural pour conserver à leurs nationaux la prépondérance dans leurs Assemblées.

Mais c'est souvent pour établir une stabilité de direction que certains groupes financiers ont recours à leur intermédiaire.

Une telle pratique est des plus contestables, parce qu'elle aboutit à créer une majorité artificielle qui donne à quelques administrateurs un pouvoir absolu.

La plupart des législateurs n'ont cependant pas supprimé l'utilisation de ces actions privilégiées.

Il existe même des actions sans droit de vote en Angleterre (no voting shares) ; en Allemagne et en Italie, divers projets les ont adoptées.

Dans ce dernier pays, l'action a droit de vote limité répond au souci de protéger l'entreprise sociale, contre la mainmise des banques et des financiers qui voudraient l'asservir à leurs fins, au mépris des intérêts généraux.

Le meilleur moyen de parvenir à ce but est d'assurer la stabilité d'un conseil d'administration né avec l'entreprise et dévoué à son développement.

Les caractères de l'Économie italienne justifient ces

préoccupations ; les actions ne sont pas classées dans les portefeuilles particuliers, elles restent dans le portefeuille des banquiers ou des spéculateurs dont les rivalités risquent de sacrifier une entreprise prospère.

Des raisons analogues ont conduit les Allemands à se servir de ce type d'actions qui convient particulièrement aux pays pauvres en capitaux.

En faveur de ce système qui n'est pas appliqué en France, des arguments sont proposés.

Dans la réalité des choses, les actionnaires d'une Société se divisent en deux catégories.

Les uns, soucieux de la marche des affaires sociales, en relation avec les Administrateurs, sont capables d'exercer dans la désignation de ces derniers, un choix informé ;

Les autres, insouciantes ou ignorantes des affaires sociales, se servent rarement du droit de vote qui leur est confié ; par le jeu des pouvoirs en blanc, ils le laissent aux mains de certains groupements, qui l'utilisent pour leurs fins personnelles.

L'action sans droit de vote, a sur l'action à vote plural, un avantage de clarté et de sincérité ; elle permet l'établissement d'une réglementation et d'une protection, qui évitent les abus des actions à vote plural.

Ses caractères la rapprochent de l'obligation, mais un droit de regard sur la gestion de l'entreprise doit appartenir à son détenteur, pour la défense de ses intérêts, lorsque ceux-ci se trouvent menacés.

Des parts bénéficiaires.

Aux actions sans droit de vote, il faut comparer les parts bénéficiaires ; ce sont des certificats négociables, accordant un droit à la répartition des bénéfices, à l'exclu-

sion de tous droits sur le capital social et à l'exclusion de tous droits de vote dans les Assemblées d'actionnaires; elles sont parfois utilisées pour échapper à l'interdiction des actions à vote plural ¹.

Lors de la constitution d'une Société, il est créé un petit nombre d'actions d'un montant nominal très inférieur aux apports et une grande quantité de parts bénéficiaires.

Les fondateurs conservent les actions et par suite le contrôle; ils écoulent dans le public les parts, afin de récupérer leur mise de fonds.

L'usage de cette combinaison exige des circonstances un peu particulières. En général, la création des parts bénéficiaires a pour but de rémunérer certaines personnes ou de procurer des ressources à la Société.

Elle servent à récompenser les fondateurs, à les indemniser de leurs services: ce sont les parts de fondateurs; les premières ont été, paraît-il, celles du Canal de Suez attribuées à Ferdinand de Lesseps.

Elles peuvent être remises en rémunération d'apports, accordées à titre de prime aux premiers souscripteurs, ou encore aux actionnaires anciens d'une Société défailante, qui vient d'être réorganisée après une réduction de capital.

Enfin, assez fréquemment, un certain nombre de parts, sont mises en réserve au début d'une affaire, afin de permettre éventuellement au Conseil d'Administration, d'en disposer pour obtenir des ressources.

Les parts bénéficiaires sont des titres essentiellement spéculatifs; les intérêts de leurs détenteurs sont différents de ceux des actionnaires, aussi des conflits s'élèvent-ils

1. Voir Percerou. *Lois actuelles et projets de lois, en matière de Sociétés par actions*, p. 546, note 1.

fréquemment entre ces deux catégories de capitalistes.

Tout d'abord, la manière de répartir les bénéfices, peut soulever des difficultés. Une partie, chaque année, est distribuée, une autre est portée aux réserves.

Les actionnaires ont tendance à accroître les réserves, pour réduire le super-dividende, rémunération des fondateurs.

Un même conflit peut se produire lors d'une augmentation ou d'une réduction de capital ; dans le premier cas les porteurs de parts profitent de l'extension de l'entreprise, dans le second, ils ne supportent aucun sacrifice.

Ces oppositions d'intérêts amènent les actionnaires à prendre, à leur égard, des mesures de spoliation auxquelles le législateur français a dû remédier.

En Angleterre, les parts bénéficiaires sont considérées comme une catégorie d'actions, au même titre que les actions d'apport, elles ne sont pas soumises à une réglementation spéciale.

En définitive, il existe une grande variété de valeurs mobilières susceptibles d'être l'objet d'une émission ; il convient d'envisager les divers procédés utilisés pour les placer dans le public.

CHAPITRE II

LE MÉCANISME DE L'ÉMISSION

Actuellement, pour mener à bien le lancement d'une émission, il est nécessaire de porter à la connaissance d'un grand nombre de personnes, le projet de Société ; c'est pourquoi, préalablement aux divers procédés d'émission auxquels peuvent avoir recours les fondateurs, il importe d'étudier la publicité utilisée dans la recherche des épargnants : publicité financière, d'une part ; démarchage, de l'autre.

Section I. — Recherche des épargnants.

§ 1. — PUBLICITÉ FINANCIÈRE.

La publicité financière est de nos jours à la base du développement des grandes Sociétés.

Les conceptions financières modernes exigent la concentration de capitaux considérables ; un syndicat, quelque en soit la puissance, peut difficilement les engager pour une période importante. Son rôle se borne à les avancer, avec l'espoir d'un gain appréciable, lorsqu'il écoulera dans le public les titres souscrits.

Il s'agit donc d'atteindre et d'intéresser un nombre de capitalistes de plus en plus grand, afin de rassembler les

sommes nécessaires à la constitution des entreprises actuelles. C'est par une décentralisation de l'épargne, que ce résultat est atteint.

Le concours de l'épargne locale est en effet insuffisant, pour la réalisation d'une œuvre régionale ; les capitaux doivent être recherchés dans les différents centres, drainés vers la capitale et ensuite distribués, dans les régions où le besoin s'en fait sentir.

Un processus analogue apparaît sur le plan international, lorsque l'épargne d'un pays est sollicitée, pour des placements à l'étranger.

A mesure que les valeurs mobilières se diffusent, la publicité financière affecte des formes de plus en plus variées ; c'est surtout depuis vingt-cinq ans, qu'elle a pris un intense développement, utilisant les progrès de la technique et les inventions modernes, pour frapper plus vivement l'attention.

Les formes revêtues par la publicité financière amènent les Sociétés qui veulent recourir à son intervention, à exercer un choix entre plusieurs méthodes qui s'offrent à elles.

La *publicité financière* est, pour la plus grande partie, pratiquée par la voie de la presse ; elle est une branche de la publicité commerciale, avec laquelle elle se confondait à l'origine.

Au cours de son évolution, elle s'en est nettement distinguée en France, sous le second Empire et s'est maintenue depuis avec ses traits propres, tandis que la plupart des pays suivaient l'exemple des nations anglo-saxonnes, où la publicité financière continue à se présenter sous le même aspect que la publicité commerciale.

L'essor de la publicité par la voie de la presse, résulte

de la conception de l'exploitation purement commerciale des journaux, apparue avec Émile de Girardin. Le produit de la publicité constitue une des principales recettes du journal, que ce dernier soit un journal d'informations ou un journal qui a plus spécialement pour objet de faire de la publicité.

Mais la psychologie du lecteur français le conduit à n'attribuer qu'un intérêt médiocre aux annonces de la presse. L'insuffisance des recettes que procurent ces dernières, oblige, par suite, les journaux à chercher d'autres ressources dans une collaboration dissimulée à certaines affaires ; c'est de cette réclame déguisée, que découle le caractère spécial de la publicité financière, en France.

Celle-ci apparaît parfois, sous les traits d'une annonce commerciale ; elle fait dans beaucoup de cas, double emploi avec la publicité légale.

Plus souvent elle revêt la forme d'une annonce rédactionnelle, qui ne paraît pas émaner de la Société ou du groupe intéressé ; elle semble le fait du journal, qui non seulement fait connaître les valeurs mobilières émises, mais encore les apprécie. Ce sont des renseignements d'apparence désintéressée, quelquefois accompagnées d'une signature.

L'efficacité de la réclame dépend à la fois de l'habileté de sa présentation et de l'intensité de son action. Une véritable campagne de presse est à la base du lancement de certaines affaires importantes.

La presse d'information, la presse économique et financière, publient des articles qui semblent n'être que de pure documentation. Elles agissent d'une manière d'autant plus efficace que leurs effets ne sont contrecarrés par aucun organe de presse dissidente, susceptible d'éveiller la mé-

fiance du public et de discréditer une entreprise en voie de formation.

Aussi est-il indispensable d'obtenir le silence de toutes les publications capables de gêner le succès de l'affaire ; c'est une condition très importante de réussite.

Lorsque l'attention du lecteur est orientée vers cette affaire, la phase plus nettement publicitaire intervient, ce sont les journaux spécialistes, financiers et économiques qui en sont chargés ; enfin seulement, l'émission des actions nouvelles est annoncée, les sollicitations directes commencent par l'envoi de prospectus qui précèdent la visite des démarcheurs.

La grande majorité des entreprises étrangères n'ont pas recours à ce procédé ; il s'agit de pays où le sens commercial plus développé, permet aux journaux dont les ressources procurées par les annonces sont suffisantes, de conserver une plus grande liberté et une plus grande indépendance. A ces raisons qui proviennent des habitudes locales et des mœurs commerciales, s'ajoute l'influence exercée par le mode de placement des capitaux et par l'organisation de la Bourse.

En Angleterre, le Stock Exchange est le lieu où viennent affluer les principales opérations financières.

Sans doute, le recours à la souscription publique demeure dans ce pays largement employé, néanmoins, toute émission aboutit nécessairement au Stock Exchange, où s'établit le placement du titre.

Son contrôle s'exerce donc sur les relations entre le public et les promoteurs d'une affaire. Pour limiter strictement le domaine de la publicité financière, il suffit de réglementer la publicité par les membres du Stock Exchange ; une telle situation réagit obligatoirement,

sur les habitudes commerciales et amène une grande sincérité dans la publicité financière.

Au contraire, en France, le placement direct, le placement aux guichets par les grands établissements de crédit et par les banques d'affaires, a une portée plus considérable que les opérations qui sont traitées à la Bourse. Des émissions nombreuses se font sans passer par l'intermédiaire de celle-ci.

Le placement direct, auquel ont recours des syndicats occultes ou des groupements sans consistance, est préparé par une habile publicité, qui peut être réalisée de plusieurs façons.

Les créateurs d'une affaire, peuvent confier le soin du placement et de la publicité, à un banquier qui les effectue par ses propres moyens, grâce à ses clients.

Ils peuvent encore traiter avec les différents journaux financiers, susceptibles de favoriser la diffusion des titres, par une campagne habile.

Mais un contact direct entre un groupe financier et les divers journaux, est difficile.

La rémunération des publications, soulève un problème d'appréciation des services rendus, délicat à résoudre, pour lequel l'assistance d'une personne compétente est indispensable.

C'est pourquoi, le groupe financier qui désire lancer une affaire préfère recourir aux services d'un distributeur de publicité.

Le distributeur de publicité s'occupe professionnellement à rapprocher les représentants de la publicité financière du groupe financier qui devient leur client.

Il joue dans la vie financière de la nation, un rôle très important que le public ignore presque toujours ; c'est un

être anonyme et discret qui ne signe aucun article, même s'il en est l'inspirateur ; il ne passe aucun contrat apparent.

Il connaît, par expérience, la valeur que le rendement de leur publicité permet d'attribuer à tous les journaux. Tantôt se trouve à sa disposition, un budget de publicité sur lequel il prélève les rémunérations des publications, tantôt une somme à forfait lui est allouée.

L'utilité de cet intermédiaire, évidente pour traiter à forfait avec un ensemble de journaux, est particulièrement intéressante lorsqu'il s'agit d'obtenir le silence bienveillant de certains organes.

Il n'est donc pas étonnant que sa présence soit constatée dans le lancement de toutes les affaires de quelque importance.

La publicité financière tient une place prépondérante dans l'émission des valeurs mobilières ; elle dispose favorablement l'esprit des souscripteurs éventuels. Mais pour que son efficacité soit entière, il faut qu'elle soit suivie de sollicitations plus directes auprès des épargnants : c'est aux démarcheurs que ce soin incombe.

§ 2. — DÉMARCHAGE.

Le démarchage consiste dans des démarches faites à domicile, dans les sollicitations personnelles d'un particulier, longtemps sans attache officielle, en vue de porter à la connaissance des épargnants, l'existence de certains titres, dont le placement paraît particulièrement avantageux, ou la souscription susceptible de rapporter des gains appréciables.

Parfois même, les titres sont portés à domicile et vendus, séance tenante. Il se complique, alors, de colportage.

Le démarchage est une des formes de la publicité orale et peut se combiner avec la publicité écrite.

L'envoi d'un imprimé, prospectus ou catalogue, précède souvent la venue du démarcheur ; il permet à ce dernier de le commenter par des développements oraux, qui donnent une base à ses propositions et mettent en confiance la clientèle.

Le démarcheur est souvent un employé de banque, qui visite les clients de la Banque, pour leur proposer les placements intéressants ; son intervention est particulièrement utile dans les localités où il n'y a pas d'agence, auprès de laquelle la clientèle pourrait se renseigner.

La tendance des grands établissements de crédit, à la suite de l'accroissement de leurs charges sociales, à fermer les bureaux qui ne sont pas suffisamment prospères rend plus nécessaire ce rôle.

L'employé démarcheur peut être tenté d'exercer pour son propre compte la profession ; des entreprises de démarchage se créent, elles sont généralement rattachées à une entreprise de publicité.

L'action des démarcheurs, sensible sur les petits et moyens capitalistes, se fait sentir surtout dans les campagnes. La psychologie des épargnants ruraux les incline, en effet, à subir l'influence des visiteurs, qui leur proposent des avantages inespérés.

Les démarcheurs ont des relations dans les régions qu'ils visitent ; fréquemment, ils se font introduire auprès de la clientèle, par des autorités locales, tels que le maire ou le secrétaire de mairie, en qui les paysans, d'habitude méfiants, éprouvent une confiance irréfléchie.

Les effets de la publicité financière sont parfois funestes, mais le démarchage et le colportage peuvent avoir

des conséquences encore plus néfastes pour l'épargne.

Ils sont responsables de la ruine de nombreux ruraux et provinciaux, survenue ces dernières années, à la suite de mauvais placements qu'ils avaient entraînés.

C'est que le démarchage est un moyen de mettre en mouvement la publicité parlée. La force de persuasion du démarcheur est infiniment plus grande, surtout lorsque la remise immédiate des titres enlève à l'épargnant, le temps de réfléchir et de se renseigner.

Ce caractère de propagande au domicile privé est donc particulièrement dangereux ; cependant le démarchage, comme la publicité financière, sont les auxiliaires indispensables de toute émission, quel que soit le procédé de placement dans le public, dont il est fait usage.

Section II. — Procédés d'émission dans le public.

La Société émettrice ou le Syndicat d'émission, chargé du placement des titres, ont le choix entre plusieurs procédés de mise en circulation des valeurs mobilières.

La structure financière et économique des pays, des considérations d'opportunité, déterminent pour une large part, leur décision de recourir à la formation successive de la Société ou à la formation simultanée.

§ 1. — FORMATION SUCCESSIVE.

C'est par la souscription publique que se réalise la formation successive d'une Société.

Elle consiste à faire appel à tous les souscripteurs, en ouvrant de nombreux guichets de souscription.

Ces derniers sont d'abord ceux du groupe émetteur ; leur nombre est insuffisant, c'est pourquoi, habituellement l'établissement émetteur s'entend avec les Sociétés

de crédit qui lui prêtent les guichets de leurs nombreuses succursales et bureaux auxiliaires moyennant une commission dite « commission de guichet ».

Non seulement les établissements de crédit concourent à la souscription, mais aussi l'aide des agents de change et des autres banques est souvent accordée.

Dans ce procédé, les établissements et les banques se bornent à prêter leur assistance ; c'est la Société émettrice qui place les titres.

Le délai pendant lequel la souscription reste ouverte, est fixé par le mode de publicité employé pour lancer l'affaire ; il est assez court, de l'ordre de deux ou trois jours.

En Angleterre, la tradition est de laisser la souscription ouverte pendant trois jours ; cependant, la réalité est légèrement différente ; il est très rare qu'une émission ait duré plus d'un jour.

A la fin de la première journée, la clôture est généralement prononcée. C'est que les souscripteurs éventuels, ne tardent pas à se rendre compte de la probabilité de succès ou d'échec de l'émission.

Il existe deux catégories de personnes, qui désirent investir leurs fonds dans les nouvelles valeurs.

Les unes sont les spéculateurs¹, qui souscrivent un grand nombre de titres, dans l'espoir d'une hausse prochaine de l'action ; parfois considérés comme nuisibles, ils remplissent néanmoins une fonction économique précise.

L'épargnant est en effet, lent à se former l'esprit ; les spéculateurs donnent une impulsion à l'affaire et facilitent ainsi le succès de l'émission.

1. Appelés en Angleterre « stags ».

Au contraire, si le capitaliste, désireux d'acquérir de nouveaux titres, apprend que les souscriptions affluent lentement, il s'abstiendra ; il pense les acquérir à meilleur prix, lors de leur introduction en Bourse par le Syndicat qui aura dû prendre à son compte les valeurs non souscrites par le public.

En France, la question ne se présente pas d'une manière aussi définie ; l'épargnant français, sans doute, suit les conseils de son banquier ou de son homme d'affaires, mais il reste plus isolé que le capitaliste anglais, moins au courant de la façon dont se poursuit l'émission.

Aussi la durée de celle-ci peut-elle varier suivant les époques et suivant les cas d'espèces.

La souscription publique soulève un certain nombre de problèmes relatifs à l'attribution des titres et au taux d'émission.

Il peut se faire, tout d'abord, que le nombre de titres effectivement souscrits soit supérieur à celui des titres à placer. Dans ce cas, il faut déterminer les souscriptions qui seront acceptées, celles qui seront réduites ou même refusées, c'est le problème de la répartition pour lequel plusieurs solutions sont possibles ; la première solution serait de clôturer l'émission dès que le chiffre fixé est atteint ; les difficultés d'application de cette méthode la rendent pratiquement impossible à suivre, la tendance des fondateurs est simplement de clôturer l'émission dès qu'il apparaît que la souscription a dépassé le capital à souscrire.

Une deuxième solution consiste à répartir les titres offerts, au prorata du nombre de titres souscrits ; cette réduction automatique de toutes les souscriptions est rarement employée.

Les collectivités émettrices ont, en effet, le plus grand intérêt à faciliter la diffusion des titres dans le public, en

vue d'obtenir, suivant l'expression consacrée : « un bon classement de l'emprunt », c'est-à-dire en vue de placer les titres dans les mains de personnes qui les conservent dans leurs portefeuilles et non pas dans les mains de spéculateurs qui cherchent à les vendre avec bénéfice.

A la réduction automatique, les statuts substituent donc, l'irréductibilité des petites souscriptions.

La nécessité de procéder à une répartition des actions, entraîne une pratique qui a pour conséquence de multiplier les souscriptions. Certains banquiers ou certains syndicats, pour se réserver une commission importante, souscrivent un montant nettement supérieur à leurs disponibilités ou aux ordres reçus de leurs clients ; ils souscrivent même pour faire face à des demandes éventuelles.

En Angleterre, pour répartir les emprunts souscrits plusieurs fois, il est arrivé que soit utilisé un autre mode d'attribution : les titres sont adjugés au plus offrant ; des intermédiaires spécialisés se chargent du soin de ces adjudications, en fixant des échelles de primes et de surprimes. C'est une habitude anglo-saxonne, de recourir à la mise aux enchères, pour obtenir un système équitable de répartition ; c'est ainsi que les Bons du Trésor ont été mis en adjudication, bien avant que cette mesure soit appliquée en France.

En général, cependant le taux d'émission est le pair nominal, excepté lorsqu'il s'agit d'une augmentation de capital : la collectivité émettrice cherche, alors, à faire cadrer les cours d'émission avec celui de ses titres anciens ; elle vend les titres à un cours légèrement inférieur au cours coté, de façon à attirer les souscriptions, mais comme elle désire émettre ses titres aux conditions les meilleures, elle a soin de soutenir les cours en Bourse, avant l'émission.

Aussi l'annonce d'un emprunt s'accompagne-t-elle, généralement d'une hausse de la valeur intéressée et même de l'entraînement des valeurs similaires.

L'émission par souscription publique n'est pas également employée dans tous les pays, elle est réservée aux nations dont les capitaux sont abondants ; sans doute doit-il être tenu compte des tendances des capitalistes, dont l'esprit peut être orienté vers une catégorie déterminée d'investissements.

En période de dépression économique, les émissions par souscription publique se ralentissent ; l'épargnant dont les moyens ont été réduits par la crise, devient plus méfiant ; les placements à long terme dans de nouvelles entreprises lui semblent pleins d'aléas, il préfère se tourner vers les vieilles Sociétés qui ont maintenu leur situation.

En même temps, interviennent des considérations juridiques, qui amènent les fondateurs d'une Société à recourir à la formation simultanée de la Société, de préférence à la formation successive.

Cette dernière exige un appel au public, pour constituer la Société ; elle se prête facilement à une réglementation, que les législateurs tendent à rendre de plus en plus stricte depuis les scandales financiers récents. Au contraire, la constitution simultanée a lieu en dehors du public ; moins apparente, elle n'est que depuis peu, l'objet des préoccupations des Pouvoirs publics, et permet de tourner fréquemment les dispositions de la loi.

Aussi, l'Angleterre est-elle le seul pays où les émissions par souscription publique sont restées fréquentes ; c'est une nation riche en capitaux où la législation est aussi sévère pour la constitution simultanée que pour la constitution successive des Sociétés.

D'autre part, le rôle effacé joué par les Banques sur le marché des capitaux à long terme (voir *infra*), nécessite dans une certaine mesure, l'appel direct au public.

L'abondance de l'épargne française devrait permettre aux souscriptions publiques de se développer avec succès ; il suffit de constater la facilité avec laquelle l'emprunt à option de change et de place a été souscrit ; mais la législation française s'est préoccupée beaucoup plus de la formation successive que de la formation simultanée des Sociétés, c'est pourquoi les promoteurs d'une entreprise recourent plutôt à ce dernier procédé qui leur procure des avantages plus importants.

§ 2. — FORMATION SIMULTANÉE.

Dans ce mode de constitution d'une Société, le capital est souscrit par un groupe restreint de fondateurs.

Ce genre de Sociétés se différencie essentiellement de celles qui ne font pas appel à l'épargne, par le but que poursuivent les promoteurs : ceux-ci n'ont nullement l'intention de garder les titres ; en général, ils ne pourraient pas immobiliser pour une longue période, les fonds qu'ils se sont procurés auprès de banquiers ou d'autres prêteurs et dont le montant est parfois considérable ; ils cherchent à écouler les valeurs auprès du public dès que les formalités de constitution sont terminées, soit en les introduisant à la Bourse, soit en les plaçant par l'intermédiaire des établissements de crédit.

Vente en Bourse.

La vente en Bourse nécessite l'admission des titres à la cote, afin de créer un marché où puissent se négocier les titres.

La première question qui se pose, est celle de savoir comment déterminer le cours d'introduction.

Celui-ci devrait naturellement supposer une étude de la valeur intrinsèque de l'affaire ; sans doute, les chances de plus-value doivent-elles entrer en ligne de compte, cependant une analyse scientifique de son actif devrait être un facteur prépondérant ; en fait, ce sont les possibilités latentes d'une entreprise qui sont surtout escomptées par la Bourse.

Pour influencer favorablement le cours d'introduction, il est d'usage de commencer par distribuer un dividende ou un acompte de dividende ; c'est à cette occasion qu'ont lieu la plupart des distributions de dividendes fictifs. De même, certaines tractations interviennent antérieurement à l'introduction des titres, pour les raréfier et en provoquer la hausse, par la création d'un marché hors cote et l'établissement d'une cotation fictive.

C'est au règlement de la Bourse, qu'incombe le soin d'écarter, dans la mesure du possible, l'emploi de ces manœuvres.

Il en est ainsi en Angleterre où la place tenue par le Stock Exchange dans les émissions de valeurs mobilières, est primordiale.

Les Banques anglaises ne s'occupent pas des investissements à long terme ; il existe certes, des Banques d'affaires, mais elles se sont spécialisées dans les émissions de valeurs étrangères et dans le placement des emprunts d'État. Le rôle du banquier est de servir d'intermédiaire entre les promoteurs et les souscripteurs.

Il se borne à recevoir le montant des souscriptions et à les centraliser.

La fonction qu'il remplit, en France, sur le marché des

capitaux à long terme appartient au « broker », qui est presque toujours un membre de la Bourse.

C'est auprès de ce dernier que se renseignent les épargnants désireux d'acquérir les nouveaux titres ; c'est à son intermédiaire que les fondateurs font appel pour écouler leurs valeurs.

La personnalité du « broker » est nettement différente de celle du coulissier ou de l'agent de change.

Il a des représentants dans tout le pays, il exerce une action personnelle sur la clientèle, de façon à provoquer un nombre suffisant de demandes, pour assurer le placement des titres. C'est pourquoi, la plupart des émissions aboutissent, en Angleterre, au Stock Exchange.

Le Comité du Stock Exchange, accorde d'abord l'autorisation de traiter les affaires¹ portant sur la valeur en instance d'introduction et fixe, à cet effet, un « jour »², où se résoudront toutes les opérations antérieures à l'émission ; ensuite il prononce l'admission à la cote.

En France, au contraire, il est rare qu'une émission aboutisse immédiatement à la Bourse. Un certain délai s'écoule habituellement entre la constitution de la Société et l'admission à la cote ; aussi le placement des titres dans le public se fait-il par les établissements de crédit.

Il en est autrement, lorsqu'il s'agit d'introduire en France, les titres de Sociétés ou d'États étrangers.

C'est dans une telle circonstance que la Bourse intervient effectivement dans un placement de valeurs qui ne se trouvaient pas auparavant dans le public, c'est-à-dire, dans une émission au sens large du mot.

1. Permission to deal.

2. Special settlement day.

Placement par les Banques.

C'est le troisième mode de mise en circulation des valeurs mobilières.

La Banque peut procéder au placement pour son propre compte ; elle peut, au contraire, servir simplement d'intermédiaire entre les promoteurs et le public.

Sa rémunération est alors, une commission de guichet analogue à celle retirée, lorsqu'elle prête son concours à une souscription publique ; c'est le cas des grands établissements de crédit français qui s'abstiennent de participer à des affaires industrielles depuis le Krach de l'Union Générale.

Malgré la spécialisation qui caractérise notre système bancaire, des rapports s'établissent néanmoins, avec les Banques d'affaires pour le financement des grandes entreprises ; mais l'aide accordée par les Banques de dépôt revêt un caractère particulier : elle prend la forme d'une action solidaire après entente avec les autres grands établissements et notamment, en étroite collaboration avec d'importants groupements et Sociétés appartenant à la grande industrie¹.

Au contraire, en *Allemagne*, les Banques agissent pour leur compte ; c'est le pays où ce procédé de placement est le plus développé. Les capitaux n'y sont pas abondants ; il est donc nécessaire de mobiliser tous les capitaux flottants pour le développement de l'activité industrielle, dont les besoins sont considérables, dans cette nation.

L'inflation, par la destruction des épargnes, qu'elle

1. La Société Générale a participé aux augmentations de capital de la Manufacture de glaces et de produits chimiques Saint-Gobain et à celle de la Société Citroën.

a entraînée, a rendu plus difficile la recherche d'une solution.

La formation simultanée d'une Société avait toujours été très en faveur, par suite de la pénurie d'épargne.

Elle est devenue la seule pratiquement réalisable, depuis la réforme de la législation qui interdit le versement de commissions de placement.

Elle s'intègre parfaitement dans l'organisation bancaire allemande, dont la forme fédérative convient peu à une spécialisation.

Il n'y a pas en effet, de distinction entre les Banques d'affaires et les Banques de dépôt.

Les dangers d'un tel système sont connus ; la Banque tend à devenir une institution industrielle plutôt qu'une institution financière. L'immobilisation des dépôts est pour une large part, la cause de la crise bancaire que traversent les pays de l'Europe centrale, depuis 1931.

Mais cette organisation répond à la structure économique et financière du pays ; elle permet l'essor économique d'une nation pauvre en capitaux.

Le champ de placement par les Banques est très vaste ; par suite de l'évolution de la concentration financière, il est de tous les procédés, le plus efficace, quand l'émetteur arrive à s'assurer le concours d'une Banque importante. Les Allemands l'appellent « l'émission en cave » par opposition à « l'émission publique ».

Cette terminologie semble impliquer une appréciation rigoureuse d'un mode d'émission qui peut ne pas offrir de sécurité. C'est pourquoi, il importe qu'il soit pratiqué par des établissements offrant toute garantie.

Il se caractérise, en effet, par la non-application de la loi de l'offre et de la demande.

Le placement est la conséquence d'une suggestion de la part d'un employé, à qui ses chefs ont donné leurs instructions ; il s'accompagne des commentaires d'un prospectus ou d'une notice mise à la disposition de l'épargnant. Ses chances de succès dépendent de la surface de la Banque, de son nombre de succursales, de la confiance qu'elle inspire. Enfin les possibilités du capitaliste qui est habituellement un client de la Banque, sont connues ; sur elles, l'offre s'adapte.

C'est à cette occasion, que le démarchage joue le rôle le plus important.

Il est arrivé que la souscription publique d'un emprunt d'État, à un certain taux, ait échoué et que le même établissement de crédit qui avait contribué à l'émission publique, réussisse le placement direct dans sa clientèle quelques jours plus tard, à un cours plus élevé ¹.

Le prestige dont jouissent les grands établissements de crédit est une condition certaine du succès d'une émission ; il n'est donc pas étonnant qu'une évolution commence à apparaître, en Angleterre, vers une participation plus importante des Banques, au placement des valeurs mobilières.

Ce dernier, dans tous les cas, fait courir au groupe émetteur un risque, c'est le risque d'émission.

1. Tchernoff. *Les syndicats financiers*, p. 107.

CHAPITRE III

LE RISQUE D'ÉMISSION ET LES SYNDICATS D'ÉMISSION

Section I. — Rôle des Syndicats d'émission.

Les capitaux indispensables qu'exige la création des entreprises modernes sont difficiles à réunir, malgré leur fractionnement en parts d'un montant peu élevé.

Il n'est jamais certain que l'émission réussisse ; sa préparation nécessite, cependant, des sommes importantes qui se trouvent perdues, en cas d'échec.

Les fondateurs sont souvent incapables de supporter un tel risque ; ils ont alors recours à un syndicat qui joue vis-à-vis d'eux le rôle d'assureur et qui assume en même temps une fonction économique très utile.

L'origine des Syndicats doit être recherchée dans l'institution des Lloyd's, la grande institution d'assurances anglaise.

Cependant, aucune compagnie d'assurances n'accepte de couvrir le risque d'une émission de valeurs mobilières.

La véritable raison de ce refus provient de la nécessité de posséder des connaissances très approfondies du marché financier, pour mener à bien une telle opération.

Le Syndicat d'émission accepte de prendre la charge des titres qui n'auraient pas été acquis par le public et garantit ainsi la bonne fin de l'émission.

Une émission publique demande, en effet, un effort financier considérable dont la charge incombera ultérieurement à la Société : avec le produit de l'émission, celle-ci couvrira tous les frais de premier établissement, rémunération des intermédiaires, campagne de presse, dépenses d'études, etc... Mais quel que soit le soin avec lequel les fondateurs aient opéré, le public ne répondra peut-être pas à leur appel.

Le succès tient à des facteurs psychologiques, dont la prévision s'avère difficile ; il faut profiter de l'engouement du public pour une forme déterminée d'investissement. En raison de l'inconstance particulière de celui-ci la dernière émission portant sur des affaires qui viennent de perdre sa faveur a peu de chances de réussir.

D'autre part, entre le moment où les promoteurs ont décidé la création de la Société et celui où l'appel à l'épargne se produit, certains événements peuvent survenir : une hausse du loyer de l'argent, un resserrement soudain du marché monétaire, un scandale financier, une campagne de presse, de mauvaises nouvelles, la crainte de troubles politiques ou sociaux, sont des exemples qui ont empêché, ces dernières années, une réponse favorable à des émissions parfaitement saines.

C'est l'existence d'un Syndicat qui a permis le développement de nombreuses entreprises dont les titres n'avaient été souscrits qu'en partie par le public.

Comme le capital n'avait pas été entièrement souscrit, toutes les sommes versées auraient dû retourner aux souscripteurs ; les dépenses d'émission auraient été supportées par les promoteurs et l'effet déplorable qui en serait résulté aurait été un obstacle à un lancement ultérieur de l'affaire.

Pour le public, la formation d'un Syndicat, malgré les abus auxquels ont donné lieu les opérations syndicales, peut présenter certains avantages de sécurité, particulièrement dans les nations qui n'exigent pas la souscription intégrale du capital.

En Angleterre, le Syndicat donne aux souscripteurs éventuels, la certitude que la Société aura un fonds de roulement suffisant.

Quant aux membres du Syndicat, leur point de vue est simple : ils assurent un risque pour lequel ils sont rémunérés.

La souscription du public ou l'écoulement de leurs titres par l'intermédiaire des Banques ou de la Bourse, récompensent la justesse de leur jugement ; l'impossibilité de se défaire de leurs valeurs ou l'obligation d'accepter de les vendre à perte, sont les conséquences du risque qu'ils encourent.

Si l'existence des Syndicats est très utile aux fondateurs qu'ils assurent contre le risque d'émission, la structure financière de la plupart des pays la rend indispensable au développement économique de ceux-ci.

L'émission par souscription publique, qui était le premier mode de constitution des Sociétés, exige un appel à l'épargne dont l'insuccès est susceptible de ralentir à l'excès le développement des entreprises concentrées, qui ont rendu possible le progrès économique du siècle dernier.

Cet inconvénient est surtout sensible, dans les nations pauvres en capitaux, comme l'Allemagne et l'Italie.

La nécessité de mobiliser tous les capitaux pour l'activité industrielle et commerciale, a conduit à donner aux Syndicats un rôle primordial.

Loin de les montrer comme des organismes parasitaires, l'analyse de leur fonction économique établit les bienfaits de leur institution.

Le Syndicat financier, sous ses divers aspects, est un moyen de concentrer des capitaux, surtout des capitaux flottants, pour les diriger vers un objet industriel ou économique.

Un groupe de détenteurs de capitaux qui ne désirent pas entrer dans une Société pour une durée prolongée, peut être disposé à immobiliser son capital flottant pour une durée déterminée, variant de quelques mois à une année. Ces capitaux peuvent être obtenus par une opération préalable, ou au contraire, être détenus par les membres du groupe financier ; dans tous les cas, le Syndicat attire des capitaux flottants pour un placement momentané.

Ce groupement n'apparaîtra pas forcément sur la liste des souscripteurs ; il provoquera la formation de couches successives d'acquéreurs, chargés plus spécialement du placement des titres.

Il est composé habituellement de personnes jouissant d'un grand crédit et qui agiront comme des assureurs : elles n'ont à verser qu'une partie peu importante du capital à souscrire, mais elles engagent leur crédit personnel.

Lorsque ce premier groupement ne se charge pas de l'écoulement des valeurs dans le public, il s'adresse à un second Syndicat ou à un sous-syndicat, qui fournira les fonds nécessaires à la souscription dans la mesure où le public ne souscrit pas, sans pour cela les immobiliser pour longtemps.

Les capitalistes qui entrent dans un Syndicat d'émis-

sion envisagent, en général, la possibilité de se défaire de leur engagement à bref échéance.

Il y a donc entre les fondateurs et le public, superposition de plusieurs groupements, caractérisés par ce trait commun, de ne pas pouvoir immobiliser leurs fonds pour une durée prolongée.

C'est que bien souvent, ils ne sont pas propriétaires des capitaux qu'ils engagent dans l'opération syndicale.

Celle-ci utilise des capitaux à court terme pour lesquels interviennent naturellement, soit comme membres d'un Syndicat, soit par les avances qu'elles consentent aux syndicataires, les Banques.

Aussi, la structure financière du pays est-elle le facteur déterminant de l'orientation prise par les Syndicats et de l'influence qu'ils exercent sur le mode de placement.

Une émission par souscription publique ayant peu de chances de réussir dans un pays dont l'épargne est peu abondante, l'intervention d'un Syndicat y est toujours nécessaire.

La rareté des épargnes oblige à se servir de tous les capitaux disponibles, dont une grande partie est drainée par les Banques.

Il en résulte que le concours de celles-ci est nécessaire au lancement de toutes les affaires de quelque importance et que le mode de constitution auquel recourent les Sociétés est la formation simultanée.

Le Syndicat d'émission en *Allemagne*, comprend plusieurs banquiers qui souscrivent tout le capital.

Il leur est d'autant plus facile de le faire qu'il n'existe aucune spécialisation bancaire qui entraînerait pour les dépôts à court terme une gestion plus prudente que pour les disponibilités des Banques d'affaires.

Ensuite les actions sont écoulées dans le public par l'intermédiaire des établissements de crédit et des Banques, mais les actions des entreprises naissantes ne sont pas placées directement dans le public.

Il n'est donc pas étonnant que l'organisation syndicale allemande ait été la plus parfaite et qu'elle ait donné aux hommes d'affaires un esprit d'entreprise remarquable.

La question apparaît, en *France*, sous un aspect différent du fait de la spécialisation bancaire et de l'abondance des capitaux.

La formation simultanée est, sans doute, le mode le plus fréquent de constitution des Sociétés, parce qu'elle procure des profits plus substantiels, mais un grand nombre d'entre elles se sont cependant créées à la suite d'une souscription publique rendue possible par la richesse de l'épargne française.

Dans les deux hypothèses, l'intervention d'un Syndicat se produit habituellement pour courir le risque d'émission et pour faciliter la réunion des capitaux nécessaires à l'entreprise et dont le montant est avancé dans l'attente d'un placement ultérieur.

Si le souci, parfois critiqué, de conserver la liquidité de leurs dépôts interdit aux établissements de crédit, de participer directement aux opérations syndicales, ils accordent, en général, une aide indirecte aux Banques d'affaires qui se chargent de ce soin.

Celles-ci se sont justement créées dans ce but, depuis la disparition du « crédit mobilier » des frères Pereire, qui s'était le premier occupé du lancement d'affaires industrielles.

Les deux plus importantes, la Banque de Paris et des

Pays-Bas, et la Banque de l'Union Parisienne, ont d'ailleurs acquis une réputation universelle, en substituant leur crédit à celui des fondateurs de nouvelles affaires.

Les capitaux à la disposition des Banques d'affaires, ne sont pas toujours suffisants pour les besoins auxquels elles ont à faire face.

Elles préfèrent d'autre part, partager le risque qu'elles assument.

C'est pourquoi¹, elles utilisent divers procédés pour obtenir les capitaux nécessaires, soit en s'adressant à un consortium de banques qui répartissent entre elles le montant des participations, soit en agissant directement sur leur clientèle ou leurs relations d'affaires, soit en sollicitant le concours d'un établissement de crédit qui met ses guichets à leur disposition.

L'importance des participations des grands établissements financiers français est liée étroitement à l'abondance de l'épargne française à laquelle de nombreux pays étrangers ont fait appel, par leur intermédiaire.

Une certaine répartition de la clientèle, par zone d'influences s'est même établie, tandis que se précisait une spécialisation par branches d'industries.

Le développement des Banques d'affaires n'a pas cependant, entravé l'activité des Syndicats qui s'affranchissent de l'obligation de s'adresser aux grands établissements de crédit pour se procurer des capitaux.

C'est que l'importance des capitaux flottants laisse encore des ressources à la disposition des Syndicats qui veulent se maintenir malgré la concurrence des Banques.

Ils ont même progressé depuis la guerre, sous l'effet

1. Tchernoff. *Les syndicats financiers*, p. 20.

de la multiplication des signes monétaires et du goût montré par les classes rurales, pour la spéculation.

Le cercle des capitalistes où se recrutaient leurs membres s'est agrandi ; ils ont sollicité le concours de la petite épargne, en faisant appel à des démarcheurs qui plaçaient, non plus des actions, mais des participations à une affaire en voie de formation, avec la perspective d'un gain facile, lorsque la Société aura été constituée.

Le danger d'une telle pratique, qui tourne les dispositions de la législation sur la souscription intégrale du capital est certain.

Les opérations syndicales exigent une connaissance approfondie du marché, elles doivent être réservées à des spécialistes de ces questions.

Alors que les pays continentaux recourent, dans la plupart des émissions, à l'assistance directe ou indirecte des Banques, le rôle de ces dernières, dans la constitution des Sociétés *anglaises*, est au contraire très effacé.

C'est la conséquence du refus des Banques de dépôt, de participer à toute opération de placement, par une application rigoureuse du principe de la spécialisation.

La place primordiale que tient le marché de Londres dans les relations internationales, incite les Banques d'affaires anglaises à préférer les placements coloniaux et étrangers aux émissions intérieures.

Par un curieux paradoxe, l'Angleterre, dont le marché financier est le plus important du monde et où affluent les capitaux les plus considérables, possède l'organisation syndicale la plus défectueuse ¹.

1. David Finnie. *Capital underwriting*. Ed. Pitmann, p. 15 et suiv.

Aussi la formation successive des Sociétés est-elle plus fréquente que la formation simultanée.

Dans l'un et l'autre cas, l'usage s'est établi de recourir à certaines personnes, qui facilitent le succès de l'émission; leur fonction est essentiellement une fonction d'assurance, comme l'indique l'appellation « underwriter » (assureur).

L'underwriter s'engage, vis-à-vis de l'émetteur, à garantir une fraction de l'émission, qu'il souscrira directement ou pour laquelle il procurera des souscriptions si les réponses du public ne sont pas satisfaisantes.

En contre-partie de cette assurance, il reçoit une commission proportionnelle au montant de sa garantie.

Il ne cherche pas à canaliser les capitaux flottants du pays, vers un placement momentané.

C'est un capitaliste, dont les relations sont plus étroites avec les milieux de la Bourse, qu'avec ceux des Banques.

C'est en effet, par l'intermédiaire du Broker et du Stock Exchange, qu'il écoulera les titres dans le public. L'intervention des Banques n'est cependant pas complètement écartée; les capitaux importants qu'elles détiennent leur permettent de consentir des avances aux « underwriters ».

En général, la formation d'une Société nécessite le recours à plusieurs « underwriters », sans que ces capitalistes soient associés dans un Syndicat, comme c'est le cas dans les pays continentaux.

Le crédit des capitalistes qui garantissent une émission est difficile à connaître. La faculté, pour un underwriter, de se décharger de son risque sur un sub-underwriter¹ sans consistance, est une source de fraude.

1. La mission de l'underwriter est de souscrire directement ou de procurer des souscriptions; le sub-underwriter est une personne qu'il présente à la Société comme souscripteur éventuel.

Aussi le système de l'underwriting a-t-il donné lieu à des abus, que la législation n'a pas pu entièrement éviter.

Ceux-ci disparaissent, au contraire, lorsque le Syndicat est composé de banquiers dont la surface est aisément appréciable.

C'est pourquoi se sont créées certaines affaires qui se chargent des émissions et qui sont comparables à nos Banques d'affaires : ce sont les « investment trusts ».

En définitive, le rôle joué par les Syndicats d'émission dépend essentiellement de la structure financière du pays. Ils déterminent le choix du procédé de constitution des Sociétés et permettent de comprendre le mécanisme de l'émission avec ses caractères propres à chaque contrée.

Cependant, une tendance commune à toutes les nations apparaît vers la recherche d'une formule de placement par les Banques ; elle conduit à une internationalisation des placements, rendue possible par l'établissement d'ententes entre les différents groupements financiers mondiaux et qui explique l'intervention habituelle des Banques d'affaires et des Banques privées dans les émissions de valeurs étrangères.

Section II. — Les diverses formes de Syndicats.

Comme la nature des opérations syndicales nécessite une gestion très souple du Syndicat d'émission, celui-ci se présente sous la forme d'une association en participation qui lui confère un caractère occulte.

Sans doute, les Sociétés de commerce peuvent concentrer des capitaux plus importants et avoir une action de portée plus considérable.

C'est pour cette raison que les Sociétés de gestion (investment trusts) se sont développées ces dernières années; mais la personnalité des membres du Syndicat, qui ne désirent pas attirer l'attention du grand public et les avantages qu'ils retirent de l'absence de publicité, expliquent la faveur avec laquelle ils recourent à l'association en participation.

En pratique, d'ailleurs, l'existence d'un Syndicat est toujours connue dans les milieux de la Bourse; elle est mentionnée dans les journaux financiers et est un élément du succès de l'émission, qui dépend pour beaucoup de l'autorité dont jouissent les syndicataires.

Les prospectus révèlent souvent le nom de ces derniers. C'est même une obligation en Angleterre.

Le caractère occulte de l'association n'entraîne donc nullement la clandestinité des opérations.

Il est plus ou moins prononcé selon que, dans les rapports avec les fondateurs, tous les membres du Syndicat apparaissent ou que le gérant de l'association intervient seul.

Dans les relations qui s'établissent entre l'établissement émetteur et le Syndicat, l'engagement de celui-ci varie suivant le mode de constitution de la Société qui est adopté.

A la formation simultanée correspond un engagement de prise ferme; à la formation successive, un engagement de garantie pure et simple.

Dans le cas de prise ferme, le Syndicat souscrit ou achète, avant l'émission, tout ou partie des titres à émettre. Il se charge de l'opération de placement et espère écouler les titres à un cours supérieur à celui stipulé avec la Société émettrice.

D'un usage fréquent, en France, pour les émissions d'obligations, les Syndicats de prise ferme le sont moins pour les émissions d'actions ; on recourt alors à un Syndicat de garantie.

Celui-ci s'obige à souscrire les titres qui n'auraient pas été placés dans le public ou pour lesquels, il n'aurait pas procuré de souscriptions.

Lorsque les membres du Syndicat sont des banquiers, ceux-ci prêtent leurs guichets et leurs services.

Les groupements financiers chargés de garantir une émission interviennent de façon directe ou indirecte, suivant que les divers participants s'engagent tous, vis-à-vis de la Société ou suivant que l'engagement lie seulement le financier, chef de groupe, les autres membres du Syndicat se bornant au rôle de sous-participants.

Le Syndicat de garantie apparaît tout d'abord, comme intermédiaire, pour devenir finalement preneur ferme, si le risque d'acquisition des titres se réalise.

Dans cette hypothèse, les modalités de répartition des titres auxquels le public n'a pas souscrit, permettent de distinguer deux catégories de syndicats : les Syndicats à « la Parisienne » et les Syndicats « à la Lyonnaise ».

Les participants dans les Syndicats « à la Parisienne » sont solidaires ; les résultats obtenus par chacun des syndicataires sont mis en commun ; la négligence ou l'insuccès de l'un retombe sur tous les autres, même si ceux-ci ont effectivement placé un nombre de titres égal ou supérieur à celui de leur propre engagement.

Les titres non placés, sont répartis entre tous les membres, au prorata de la part d'origine de chacun d'eux.

Plus récemment est intervenue la modalité de Syn-

dicat « à la Lyonnaise » ; elle ne peut jouer que dans le cas de Syndicat de garantie directe, c'est-à-dire lorsque tous les syndicataires sont chargés du placement.

Le participant contrairement à ce qui se passait dans le Syndicat « à la Parisienne » n'est pas responsable des résultats de l'ensemble des opérations syndicales, mais seulement de la quote-part qui lui est assignée.

La solidarité qui existait entre tous les membres est supprimée. Si les syndicataires ont effectivement placé un nombre de titres égal à leur part syndicale, ils sont libérés.

La répartition des titres qui restent est donc faite au prorata de la part non placée de chacun d'eux.

En d'autres termes, elles est faite proportionnellement au succès ou à l'insuccès obtenu par les syndicataires ¹.

1. Un exemple illustrera la distinction qui sépare ces deux modalités de Syndicats.

Supposons que 4 banques se soient engagées à placer 1.000 titres et que 800 seulement aient été écoulés. Les participants se sont respectivement engagés à placer : 400, 300, 200 et 100 titres.

Chacun des 4 banquiers en a placé 200.

Participants.	Titres garantis.	Titres placés.	Différence.
A	400	200	— 200
B	300	200	— 100
C	200	200	
D	100	200	+ 100

La répartition des titres dans le système « à la Parisienne » sera :

$$A = \frac{400 \cdot 200}{1.000} = 80 \text{ titres.} \quad C = \frac{200 \cdot 200}{1.000} = 40 \text{ titres.}$$

$$B = \frac{300 \cdot 200}{1.000} = 60 \text{ titres.} \quad D = \frac{100 \cdot 200}{1.000} = 20 \text{ titres.}$$

Dans le système « à la Lyonnaise », les banques C et D qui ont placé intégralement le montant des titres garantis par eux à l'origine, n'auront aucun titre à absorber et les 200 titres non placés seront répartis entre les syndicataires A et B au prorata du contingent non placé par eux :

$$A \frac{200 \cdot 200}{300} = 133 \text{ titres.}$$

$$B \frac{100 \cdot 200}{300} = 67 \text{ titres.}$$

Dans le premier système, le placement se fait par chaque associé pour le compte commun ; dans le second, il se fait pour son propre compte.

Le syndicat « à la Parisienne » est donc plus logique et plus conforme à la théorie syndicale.

En fait, le choix entre l'une ou l'autre de ces deux formes de syndicats, dépend du degré de confiance que les participants ont dans les facultés de placement, les uns des autres.

Si le placement s'annonce comme devant être difficile, ceux qui ont les plus fortes possibilités de placement, demandent le Syndicat « à la Lyonnaise », les autres préfèrent le Syndicat « à la Parisienne ».

L'intérêt que chaque syndicataire retire de l'écoulement des titres est plus grand dans le système dit « à la Lyonnaise ». La part du reliquat qu'il recevra, au moment du règlement de comptes, est fonction de la différence entre sa part syndicale et les titres qu'il est arrivé à placer.

Il peut être tenté, par des placements au rabais, des commissions excessives, ou en recourant à certains intermédiaires, de se libérer le plus rapidement possible, de son engagement.

Ce faisant, il porte indirectement préjudice à ses associés qui seront obligés, peut-être, de ravalier le titre et pour qui ces manœuvres constituent une concurrence certaine. C'est pourquoi, l'usage s'est établi de prévoir des sanctions au cas où les titres reviendraient sur le marché dans un certain délai ; de même, il est interdit d'allouer une commission supérieure à un certain taux.

Le système de la répartition « à la Parisienne », n'exclut pas, malgré la solidarité des syndicataires, les sanctions contre les membres pressés d'écouler leur contin-

gent de valeurs pour s'assurer aussitôt la commission.

Cette opposition entre ces deux formes de syndicats, a subi des atténuations.

La pratique, surtout à l'étranger, a combiné les deux méthodes de répartition, de façon à concilier les avantages de solidarité du système « à la Parisienne », avec l'intérêt pour chaque membre d'écouler le plus grand nombre possible des titres qui lui sont échus, à allier l'esprit syndical à la récompense de l'effort individuel.

En général, la création d'un Syndicat précède la constitution de la Société, à l'émission des valeurs de laquelle il participe.

Cependant, une situation différente se présente parfois¹, lorsqu'une entreprise s'adresse simultanément à plusieurs banques qu'elle charge séparément du placement d'une fraction de l'émission.

Sans doute, ces Banques ont-elles un but commun : le placement des titres de la même Société; mais elles ne sont liées par aucune solidarité, par aucune convention.

Chacune agit pour son compte et peut constituer un Syndicat pour la tranche d'émission qui lui est assignée : ce sont des Syndicats concomitants².

Il est de l'intérêt du groupe émetteur de coordonner leurs efforts, afin d'éviter une concurrence dont souffrirait l'émission.

A cet effet les fondateurs déterminent un taux de commission et de placement, identique pour les diverses banques, avec l'obligation de limiter pareillement les remises consenties aux intermédiaires.

1. Tchernoff. *Syndicats financiers*, p. 246.

2. L'usage des Syndicats concomitants est fréquent aux États-Unis. Ce sont les « blind pool ».

Une telle situation, qui se rencontre en France, pour les placements des emprunts publics est courante en Angleterre.

Les différents underwriters qui garantissent la bonne fin d'une émission ne se connaissent pas ; ils ne sont pas assujettis à l'autorité d'un gérant ; l'établissement émetteur leur impose seulement certaines mesures pour éviter qu'ils ne se causent un préjudice dans l'exécution de leur mission de placement.

De même que les banquiers précédents, l'underwriter peut s'adresser à des sub-underwriters qui s'engagent à le relever d'une partie de sa garantie.

C'est même, nous le verrons ultérieurement, la source d'abus la plus fréquente qu'entraîne le système de l'underwriting.

De l'action concomitante des Syndicats, il faut rapprocher les opérations des sous-syndicats, dont la pratique révèle l'existence.

La création d'un sous-syndicat répond au désir d'un participant de se décharger du soin du placement de son contingent de titres, sur un groupement dont il devient habituellement le gérant.

Il ne s'ensuit nullement que son engagement soit remplacé par celui du sous-syndicat, les syndicats étant habituellement opposés aux cessions de parts syndicales. L'intérêt des syndicataires est naturellement de coordonner les efforts du syndicat et des sous-syndicats, afin que ne soit pas entravé leur fonctionnement réciproque.

Aussi l'action des sous-syndicats est-elle voisine de celle des syndicats concomitants.

Section III. — L'action syndicale.

La nécessité d'une adaptation de l'action syndicale aux différents événements, entraîne une grande diversité de ses modalités.

Dans l'ensemble, cependant, il est possible de dégager certains principes qui s'appliquent aux opérations de la plupart des syndicats.

La bonne fin des opérations de placement, rend indispensable une grande souplesse dans la gestion du syndicat.

L'existence d'un gérant qui le représente normalement dans les actes de la vie syndicale, permet de retirer de l'association en participation, tous les avantages qu'elle comporte.

Les pouvoirs du gérant sont plus ou moins précisés par les conventions syndicales qui tiennent compte de son crédit personnel et des circonstances.

Lorsqu'une Banque prend l'initiative de constituer un Syndicat, elle s'en réserve habituellement la gérance exclusive. Les ententes tacites qu'ont formées les grandes Banques, reconnaissent à chacun de leurs membres, le monopole d'une catégorie d'émissions à la condition d'y faire participer les autres établissements.

En principe, les pouvoirs accordés au gérant sont d'autant plus étendus que sa personnalité absorbe celle des syndicataires et qu'il apparaît seul dans les rapports qui s'établissent avec le groupe émetteur.

Il décide de l'exécution des opérations de placement et habituellement c'est à lui qu'incombe le soin de dissoudre ou de proroger le Syndicat, dont la durée, relativement courte, dépasse rarement une année.

Les ressources à sa disposition sont composées généralement de fonds que versent les participants et qui peuvent représenter une partie de la somme à laquelle ils s'engagent ou la totalité ; des prêts lui sont souvent consentis par certaines banques de dépôt, qui prennent ainsi une part indirecte aux émissions de valeurs mobilières.

Les opérations syndicales ont pour but de faciliter le placement des titres.

La recherche des épargnants, l'orientation du marché sont les attributions normales des syndicats.

L'existence de ces derniers permet de rémunérer la publicité financière, par le système des options : l'organe financier obtient à option une tranche de l'émission, à un cours stipulé après accord entre le distributeur de publicité et le gérant.

Le journal participe alors indirectement au lancement de l'affaire, car la différence entre le cours d'option et le prix de vente au moment du règlement des comptes, constituera un bénéfice net.

Ce bénéfice qui incite la presse à faire progresser le cours des titres à placer, se réalise par la livraison des valeurs au cours d'option, au publiciste qui les écoule ensuite dans le public.

Il est évidemment plus logique d'avoir recours, pour le placement de ces titres, au Syndicat ; aussi celui-ci se charge-t-il, en général, de ce soin, le distributeur de publicité recevant l'écart entre les cours de réalisation et d'option.

Les moyens utilisés pour orienter favorablement le marché sont nombreux ; afin d'éviter un afflux trop considérable de titres, qui gênerait l'exécution des opérations

de placement, les Syndicats prévoient la possibilité de bloquer ou d'exclure les titres des participants qui ne sont pas chargés de l'écoulement des valeurs.

C'est souvent sur une fraction des titres à placer que porte le blocage : les titres bloqués restent à la disposition du gérant.

Les circonstances peuvent amener la nécessité de renforcer le blocage et d'éviter tout placement, pendant une durée déterminée.

Des troubles politiques, un scandale financier, rendent impossible la constitution d'entreprises, pendant un certain temps ; plus simplement l'absence de préparation du marché ou l'insuffisance des résultats d'une affaire, obligent à reporter la délivrance des titres émis à la suite d'une augmentation de capital.

Dans ces hypothèses, l'introduction des titres sur le marché est soumise à un certain délai, à l'expiration duquel cessera le blocage absolu, un blocage relatif lui succédant.

Alors que le blocage suspend la vente des titres, l'exclusion consiste à laisser à la disposition des participants, une fraction de leurs participations qu'ils écouleront après la dissolution du syndicat, à un moment où le cours des valeurs aura acquis une plus-value.

Comme ces actions ne sont pas réalisées par le Syndicat, il est normal qu'elles ne participent pas aux frais de ces derniers.

La charge des opérations syndicales incombe au Syndicat ; elle constitue, avec le risque qu'il supporte, la contre-partie de sa rémunération.

Le syndicat de prise ferme bénéficie, indépendamment des parts de fondateurs qui peuvent lui être allouées, de la différence entre le prix de vente du titre et le cours

auquel celui-ci a été cédé, après déduction des frais qu'il doit supporter.

Suivant que l'émission porte sur des obligations ou des actions, le prix de cession est inférieur ou égal au pair nominal, excepté lorsqu'il s'agit d'une émission avec prime.

Le Syndicat de garantie prévoit une commission par titre garanti émis.

C'est la prime d'assurance contre l'insuffisance de souscriptions du public. Lorsque le nombre de titres à placer est élevé et les bénéfices importants, une dégressivité des taux est parfois accordée.

Comme il se charge habituellement du placement, il exige, ensuite, pour ce soin une commission de guichet, perçue pour les titres placés dans le public. Enfin, la fraction de l'émission qui n'a pas été écoulée, est souscrite par les syndicataires qui reçoivent à cette occasion une commission de placement.

Ce dernier usage a l'inconvénient de rendre inutiles les efforts, en vue de procurer des souscripteurs : si le marché se présente sous un aspect favorable, le Syndicat souscrit ferme la totalité de l'émission qu'il écoulera ultérieurement en Bourse, ou qu'il placera par l'intermédiaire des Banques. La Société qui recherchait un classement des titres et qui désirait éviter la succession des intermédiaires, se trouve ainsi lésée.

Les avantages que retirent les Syndicats de leur intervention dans les émissions de valeurs mobilières, peuvent les inciter à des pratiques préjudiciables à l'épargne et à l'Économie nationale ; leur caractère occulte favorise les agissements dangereux à l'égard du public et de la Société émettrice.

Vis-à-vis du public, il se peut que le Syndicat, dans le but de toucher une rémunération plus importante, surcapitalise l'affaire par une publicité tendancieuse ou des mesures de spéculation incorrectes et que les titres soient placés à des taux exagérés.

Dans le désir d'augmenter leurs bénéfices, les membres du Syndicat peuvent aussi être amenés à exagérer la quantité de titres émis ; c'est ce que les Américains appellent le « watering », c'est-à-dire le « mouillage » : les titres sont placés en telle quantité, que les produits de l'affaire ne parviendront pas à les rémunérer.

Vis-à-vis de la Société émettrice, la position des Syndicats est très forte ; ils peuvent abuser de leur situation prépondérante, pour exiger des conditions excessives. Il arrive que le rabais demandé sur le prix d'émission, soit trop élevé par rapport au service rendu ou que le Syndicat profite de l'ignorance de l'émetteur, pour prendre les titres à un cours très inférieur à celui du marché.

Les abus des Syndicats revêtent un caractère particulièrement grave lorsque le risque de pertes qui justifie leurs bénéfices est inexistant.

L'esprit des épargnants est alors trompé par l'existence du Syndicat, qui s'interpose sans encourir aucun risque, entre le public et la Société, dans le but de recevoir une commission pour des opérations de corruption, susceptibles de favoriser le placement des titres.

Le Syndicat chargé de l'émission des valeurs de la Société du Canal de Panama, ne supportait qu'un risque limité à une avance consentie à la Société et se remboursait sur les premiers versements effectués ; par contre, il touchait une commission sur l'ensemble de l'émission.

Même lorsqu'il existe un risque, l'incapacité, où se

trouvent certains groupements sans consistance de tenir leurs engagements, est une source de dangers pour l'épargne. C'est surtout en Angleterre, que cette situation s'est révélée préjudiciable au développement des Sociétés ; dans la plupart des pays continentaux, les Banques remplissent souvent les fonctions syndicales, tandis qu'en Angleterre, ce soin est réservé à des capitalistes dont il est plus difficile de connaître le crédit.

La faculté, pour l'underwriter, de se décharger de son obligation de garantie sur le sub-underwriter, a permis le développement d'émissions qui ne reposaient sur aucune garantie sérieuse.

La commission d'études Mac Millan évaluait à 70 millions de livres, les pertes subies par l'épargne britannique à cette occasion et préconisait la création d'institutions bancaires qui se chargeraient du placement des titres.

Les pratiques auxquelles a donné lieu l'activité de certains Syndicats, montrent donc l'intérêt d'une réglementation des opérations de placement et d'émission ; mais elles font, en même temps, comprendre les difficultés qu'éprouvent les législations à s'adapter à la réalité des faits.

DEUXIÈME PARTIE

LA RÉGLEMENTATION DE L'ÉMISSION

Les opérations d'émission peuvent être classées en deux catégories :

— Des opérations d'ordre externe, par lesquelles les émetteurs recherchent les personnes disposées à devenir actionnaires ;

— Des opérations d'ordre interne, qui interviennent entre des souscripteurs et la Société représentée par ses fondateurs.

Le législateur, opposé en principe aux réglementations préventives qu'il estime préjudiciables au développement des entreprises et à l'activité économique, ne peut cependant se désintéresser des épargnants.

Pour les protéger, ses efforts apparaissent susceptibles d'une plus grande efficacité dans la phase externe que dans la phase interne ; il réglemente d'une part, la première, en imposant une publicité légale aux émetteurs et en assujettissant la publicité financière et le démarchage auxquels ceux-ci se livrent, à des règles plus ou moins strictes, d'autre part, la seconde, par l'institution de prescriptions relatives aux modalités de l'émission et par l'établissement de contrôles sur les opérations d'émission.

Enfin, une réglementation indirecte est obtenue par

l'intervention de la Bourse et la réglementation des opérations syndicales, qui complètent utilement l'œuvre législative précédente et qui constituent le troisième chapitre de notre seconde partie.

CHAPITRE PREMIER

PHASE EXTERNE DE L'ÉMISSION

Section I. — Publicité légale.

L'organisation de la publicité légale répond à la nécessité de porter à la connaissance des épargnants, l'existence des circonstances qui entourent la constitution et le fonctionnement des Sociétés.

Lorsque ces circonstances sont relatives à une émission de valeurs mobilières, elles intéressent plus spécialement les souscripteurs et les acquéreurs éventuels de ces titres.

Il est, en effet, indispensable pour le public, de réunir les éléments d'une décision libre et éclairée.

C'est dans ce but, que les fondateurs d'une Société sont astreints à certaines obligations de publicité, qui tempèrent ainsi la liberté qui leur est accordée.

L'importance de la publicité est d'autant plus considérable que le législateur s'est plus complètement abstenu d'intervenir dans la détermination des modalités de l'émission.

Elle est, dans ce cas, la seule mesure prise pour la protection de l'épargne ; son caractère, alors absolu, explique les dispositions très strictes à son égard, de la législation anglaise, qui laisse en contre-partie, une large liberté aux émetteurs.

Cependant l'efficacité qu'elle présente ne dépend pas seulement de l'étendue de ses informations, elle reste subordonnée à des conditions de centralisation qui permettent de retrouver aisément les documents publiés.

§ 1. — CENTRALISATION DE LA PUBLICITÉ

En ce qui concerne la centralisation de la publicité, le degré de perfection atteint par le système anglais permet de le considérer comme excellent à imiter et facile à transposer dans la plupart des pays continentaux.

Il consiste dans l'établissement auprès du ministère du Commerce, d'un bureau d'enregistrement des Compagnies, « Registrar », où sont déposés les documents relatifs à l'existence et à la vie des Sociétés.

Chaque compagnie a donc au siège de ce greffe ¹, un dossier complet que le public peut consulter.

A l'occasion de ces formalités, le registrar exerce un droit de regard sur la constitution des Sociétés. Son rôle ne se borne pas à une fonction passive d'enregistrement, il possède un pouvoir d'appréciation, limité d'ailleurs, à la régularité des documents qui lui sont soumis.

L'achèvement régulier des opérations d'émission permet à la Société d'obtenir un certificat qui lui donne le droit de commencer ses affaires. Au préalable, elle a dû remettre un exemplaire des pièces dont la loi demande la publication, c'est-à-dire, essentiellement du prospectus d'émission.

Alors que le système anglais ne présente que des avantages, le système français, jusqu'à une date récente, était resté nettement insuffisant.

Il reposait, en effet, sur le dépôt à des greffes locaux,

1. Somerset House.

des actes constitutifs de la Société que complétait une publication d'un extrait de ces actes dans un journal d'annonces légales.

L'intérêt pratique de ces mesures était très faible ; d'une part, les archives locales n'étaient l'objet d'aucune attention, de l'autre, le nombre élevé des journaux d'annonces légales rendait inefficaces les prescriptions en la matière.

Il était donc très difficile de se tenir au courant de toutes les annonces légales publiées dont certaines même, étaient parfois réservées à ceux qui en avaient commandé l'impression.

Sous la pression des idées, une réforme s'avérait nécessaire. M. Percerou¹ proposait la création d'un office des Sociétés par actions, à l'image du « registrar », chargé de centraliser et de publier tous les renseignements exigés des Sociétés anonymes.

Simple en apparence, ce régime aurait eu l'inconvénient de supprimer la publicité locale obligatoire et de diminuer les facilités dont jouissent les habitants des départements pour se renseigner sur l'activité des entreprises de leur région.

C'est pourquoi le décret-loi du 30 octobre 1935, qui a apporté au mode de publicité légale les modifications indispensables, a conservé les déclarations aux greffes locaux, en leur superposant une centralisation à un registre central du commerce.

Le décret-loi prévoit d'abord, un dépôt au greffe du tribunal de commerce et une déclaration au registre du commerce.

1. Percerou. *Lois actuelles et projets de lois en matière de Sociétés par actions*, p. 473.

Un exemplaire de ces pièces est ensuite envoyé à l'Office de la propriété industrielle, chargé de centraliser dans un registre central du commerce tous les renseignements prévus par la loi.

C'est une innovation du décret qui semble inspirée de la législation anglaise.

Cette réglementation permet aux souscripteurs ou aux acquéreurs éventuels de titres d'une Société, d'obtenir aisément des informations sur celle-ci.

Mais elle n'intéresse pas directement l'émission ¹. Il en est de même de la publication d'un extrait des pièces déposées, qui a toujours lieu dans un journal d'annonces légales, dont il est regrettable que le législateur n'ait pas limité le nombre.

Le système français revêt un aspect fragmentaire ; il semble comporter une séparation entre les opérations de constitution des Sociétés et celles d'émission, alors qu'elles sont en fait étroitement liées ¹.

Les formalités de constitution qui comprennent le dépôt d'un certain nombre de pièces et leur publication, sont nettement distinctes de celles de l'émission.

Il est permis de se demander si la publication des actes constitutifs présente un intérêt véritable et s'il n'y aurait pas lieu de la supprimer, la multiplicité des journaux d'annonces légales restreignant encore son efficacité.

Une telle obligation, en effet, n'existe pas en Angleterre, dont la législation apparaît plus cohérente.

Les Sociétés sont astreintes à déposer auprès du Regis-

1. L'intérêt de relier les formalités de publicité des opérations d'émission à celles des actes constitutifs a été compris par le législateur, qui vient d'exiger, par un décret-loi du 31 août 1937, le dépôt des statuts au greffe du tribunal de commerce et la mention, dans le bulletin de souscription, de ce dépôt.

trar, toutes les pièces dont la publication est requise quand elles recourent à l'épargne publique, tandis qu'il faut constater en France, l'absence d'une règle analogue.

§ 2. — PUBLICITÉ IMPOSÉE EN CAS D'ÉMISSION

Si les avantages d'une publicité centralisée sont indéniables, c'est cependant dans l'étendue de ses renseignements et dans les modalités de son application que réside la garantie des épargnants.

La nécessité d'assurer cette dernière, soulève une double question de forme et de fond, que suivant les pays, les Pouvoirs publics ont été amenés à résoudre différemment.

Sans doute, les solutions adoptées laissent-elles apercevoir une tendance commune à la plupart des nations, mais elles révèlent parallèlement des divergences profondes qui tiennent à la complexité du problème ; c'est en effet une tâche délicate, de concilier le souci de la protection du public avec le désir de ne pas apporter une entrave excessive au placement des valeurs mobilières et au développement des entreprises.

Tantôt, c'est le droit continental, la publicité imposée aux émetteurs est caractérisée par un aspect général. Elle s'adresse au public anonyme, sans qu'intervienne l'obligation d'avertir plus spécialement les futurs souscripteurs ou acquéreurs.

Tantôt au contraire, les mentions prescrites par la loi doivent figurer dans les bulletins de souscription ou de vente, afin de renseigner les personnes sollicitées ; par contre, aucune publication officielle n'est exigée des promoteurs ; c'est la législation anglo-saxonne.

Indépendamment des conséquences juridiques plus

rigoureuses qu'entraîne, au point de vue de la responsabilité des fondateurs (voir *infra* 3^e partie), cette seconde méthode, elle répond d'une façon parfaite au but recherché.

Par le contrat même de souscription ou de vente, elle permet d'informer plus particulièrement les actionnaires et les obligataires éventuels.

C'est un résultat indispensable, car c'est la seule mesure prise pour sauvegarder les droits du public.

Au contraire, sous le régime français, les renseignements qui seraient utiles aux intéressés pour éclairer leur esprit risquent de ne pas leur parvenir, mais la publicité s'intègre dans un ensemble de dispositions dont l'objet est de garantir, par un cadre plus rigide qui s'impose aux Sociétés, l'observation des lois et la sécurité des placements.

Différents dans la forme, les modes de publicité exigés par les lois anglaise et française, le sont également en ce qui concerne l'étendue des informations.

Le rôle primordial que joue, en Angleterre, la publicité, conduit le législateur à la rendre absolue et à ordonner la divulgation des moindres renseignements, susceptibles d'influer sur la décision des épargnants.

Ainsi définie, la réglementation anglaise semble la plus complète ; elle peut servir utilement d'exemple à d'autres pays et l'histoire de ces dernières années montre une évolution dans ce sens, de la législation française.

Quoique l'opposition entre les systèmes anglo-saxon et français tende à s'atténuer, les différences qui subsistent permettent de comprendre l'intérêt d'envisager successivement les modalités usitées dans ces deux pays.

Le prospectus anglais. — La législation anglaise assure la défense des droits des épargnants, par l'institution du prospectus.

Le domaine d'application de ce dernier et la variété des mentions qu'il doit contenir, concourent à créer un système sans fissures.

La publication d'un prospectus est imposée à toutes les Sociétés qui font appel à l'épargne publique ; la difficulté qui apparaît aussitôt, de définir ce dernier membre de phrase, n'a pas encore été résolue par la jurisprudence ; c'est essentiellement une question de fait qui a donné lieu à de nombreuses contestations.

Lorsqu'elle ne fait pas appel à l'épargne, la Société a, en effet, l'avantage de n'être assujettie qu'à une simple déclaration au « registrar »¹, à l'appui de laquelle elle fournit des indications plus réduites que celles qui doivent figurer dans le prospectus.

Ce dernier accompagne obligatoirement les offres de titres au public ; il est joint aux bulletins de souscription ou de vente exigés par la loi anglaise pour toute émission².

Le caractère du prospectus est donc de s'adresser individuellement à chaque personne sollicitée ; il constitue le type du prospectus contrat.

Il en résulte que ses dispositions ne s'appliquent pas aux publications faites par la voie de la presse et qui ont pour but de renseigner simplement les particuliers³.

Par contre la réglementation du prospectus dépasse largement le cadre de la constitution des Sociétés.

D'une part, les émissions doivent se conformer à ses prescriptions, que ces émissions aient lieu lors de la création

1. Statement in lieu of prospectus.

2. Il ne s'en suit pas que certaines souscriptions ne puissent avoir lieu d'une manière privée.

3. For information only.

de l'entreprise ou qu'elles interviennent pendant la durée de celle-ci.

D'autre part, les ventes de valeurs mobilières sont soumises aux règles édictées sous certaines conditions qui en limitent l'application.

Une telle disposition a été rendue nécessaire par le développement du procédé de constitution simultanée des Sociétés.

Avant la dernière loi sur les Sociétés de 1929, les groupes émetteurs avaient la possibilité de tourner la loi en faisant souscrire le capital par quelques personnes à leur dévotion et en écoulant ensuite les actions.

Il était d'autant plus indispensable de supprimer cette possibilité de fraude à la loi, que le « Companies Act » ne prévoit aucune mesure de contrôle sur les opérations de constitution.

C'est pourquoi, en cas de vente d'actions préalablement souscrites par un syndicat d'émission, le public doit recevoir les mêmes informations que pour une émission par souscription publique¹.

C'est en grande partie à cette législation sévère, que le mode de formation successive des Sociétés tient de n'avoir pas été supplanté par le mode de formation simultanée (voir *supra*).

Il est cependant impossible d'assimiler purement et simplement une vente d'actions à une souscription ; les transactions sur les valeurs mobilières seraient pratiquement entravées.

Aussi le souci de concilier ces deux points de vue a-t-il conduit le législateur à définir les cas où une telle assimilation serait réalisée.

1. « Companies Act » 1929, Section 38.

L'offre de vente est considérée comme une offre de souscription, lorsqu'elle est faite dans les six mois qui suivent l'attribution des titres ou avant que ceux-ci n'aient été entièrement libérés¹.

Comme un syndicat d'émission ne peut immobiliser pour une durée très longue les fonds qu'il a versés, la présomption établie dans ces deux hypothèses, réussit à éviter la plupart des abus de la constitution simultanée des compagnies. Même en dehors de ces circonstances particulières, les offres de vente au public doivent comporter certains renseignements afin de donner à tout acheteur un minimum d'informations sur la valeur qui lui est offerte.

Le désir de ne pas gêner le commerce des valeurs mobilières a conduit les Pouvoirs publics à prévoir des exceptions pour les titres cotés en Bourse et pour les opérations des « Brokers ».

Le prospectus se rattache au régime de la publicité centralisée, qui est le propre du Droit anglais ; il doit donc être déposé auprès du « Registrar », daté et signé par les administrateurs.

Ceux-ci doivent s'engager à obtenir le nombre d'actions que les statuts leur imposent comme qualification.

Le prospectus de placement n'est pas signé par les Administrateurs, mais par les personnes qui proposent l'achat des actions déjà émises ; ces personnes sont alors, considérées comme des administrateurs, en ce qui concerne leurs obligations.

Le prospectus doit présenter des indications extrêmement précises sur les circonstances susceptibles d'influencer l'appréciation des valeurs émises.

1. « Companies Act ». Section 38. Sous-section 2.

Sans doute, la loi précise-t-elle les informations qu'il doit contenir, mais en dehors de cette réglementation spéciale et minutieuse, il existe une obligation générale de révéler tous les faits capables d'exercer une influence sur le jugement des souscripteurs éventuels.

Cette obligation générale d'informer le public, d'abord formulée par le juge ¹, a été confirmée par le législateur qui a tenu à en préciser certains aspects, par les dispositions légales du Companies Act.

Celles-ci sont spécifiées dans la 4^e cédule de la loi sur les Sociétés de 1929 qui comprend trois parties ; la première relative aux renseignements qui doivent figurer dans le prospectus, la seconde, aux rapports qui y sont obligatoirement publiés, la troisième, aux conditions dans lesquelles les règles précédentes sont applicables.

Informations fournies par le prospectus.

- 1^o La charte de la Société ², avec les noms des signataires et les actions qu'ils ont souscrites.
- 2^o Les diverses catégories d'actions (parts de fondateurs, actions de préférence, ordinaires, à vote multiple...).
- 3^o Les dispositions des Statuts fixant la rémunération des Administrateurs et le nombre d'actions qu'ils doivent obligatoirement posséder.
- 4^o Les noms, professions et adresses des Administrateurs ou des administrateurs proposés.

1. *Palmer's Company Law*, 14^e édition, 1930, p. 366.

2. Memorandum of Association. Le droit anglais distingue dans les Statuts, deux catégories de prescriptions : la 1^{re} est le Memorandum of Association, la 2^e les « Articles ». Les dispositions du Memorandum sont, en principe, inaltérables et sont relatifs à l'objet social et au capital. Les « Articles » sont les Statuts proprement dits.

5° En cas d'émission d'actions par souscription publique, le montant minimum, d'après l'opinion des administrateurs, des sommes qu'il est nécessaire à la Société d'obtenir pour avoir un fond de roulement suffisant, pour faire face :

- a. A l'achat des biens nécessaires à l'entreprise, lorsqu'ils doivent être payés avec une partie du produit de l'émission.
- b. Aux frais de premier établissement (commissions aux banquiers, underwriters...).
- c. Au remboursement des emprunts effectués pour l'un des deux objets précédents.
- d. Au capital d'exploitation.

L'origine de ces sommes, dont la réunion est indispensable au fonctionnement de l'entreprise (c'est-à-dire une ventilation entre celles qui proviennent de l'émission et celles obtenues d'une autre façon).

6° Le montant minimum ¹, payable par les souscripteurs, d'une part, lors de la souscription, d'autre part, lors de l'attribution des actions ; en cas d'émission pendant la durée de la Société, le montant des titres émis dans les deux années précédentes et les sommes ainsi procurées à la Compagnie.

7° Le nombre et le montant des actions et obligations qui ne sont pas entièrement libérées en numéraire et qui ont été émises dans les deux précédentes années ; les raisons pour lesquelles ces valeurs ont été émises ou doivent l'être.

1. Ce montant est au moins égal à 5 p. 100 du pair nominal (voir *infra* p.).

- 8° Les noms et adresses des vendeurs de biens, à l'acquisition desquels le produit de l'émission sera utilisé ; de quelle façon le paiement sera effectué (espèces, actions, obligations).
- 9° La récapitulation des sommes payées et payables au n° 8, en ayant soin d'indiquer le prix d'acquisition de la clientèle des fonds de commerce achetés.
- 10° Le montant des commissions versées pendant les deux précédentes années, pour le placement des titres ; le taux ¹ de ces commissions si elles ne sont pas encore payées (ce sont les commissions aux underwriters, à l'exclusion de celles aux subunderwriters) ; le nombre d'actions garanties.
- 11° Le montant estimatif des frais de premier établissement (dépenses de constitution et d'émission).
- 12° Le montant payé durant les deux années précédentes ou que la Compagnie a l'intention de payer à un fondateur ; les raisons de cette rémunération.
- 13° La date des contrats importants (avec l'indication des parties) intervenus dans les deux ans précédents, lorsque ces contrats n'entrent pas dans le cadre des opérations normales de l'entreprise ; les endroits où il est possible d'en prendre connaissance.
- 14° Les noms et adresses des commissaires aux comptes (auditors).
- 15° Les détails sur les avantages que retire chaque administrateur, de la création de la Société,

1. Le taux des commissions est limité à un maximum de 10 p. 100 pour les actions ; pour les obligations, aucune limitation n'est imposée (voir *infra*).

(des biens qu'elle acquiert, des firmes avec lesquelles elle entrera en relations...), les sommes versées pour amener une personne à devenir administrateur (espèces, actions) ou pour la récompenser d'avoir pris part à la constitution de la Société.

- 16° Les droits attachés aux différentes catégories d'actions (vote, dividendes, capital).
- 17° La durée pendant laquelle a fonctionné la Société ou l'entreprise qu'elle se propose d'acquérir, quand l'une ou l'autre a moins de trois ans d'existence.

Rapports publiés.

- 1° Un rapport relatif aux résultats de la Société : L'indication par les commissaires aux comptes (auditors), des bénéfices et des dividendes des 3 précédentes années ; des dividendes distribués à chacune des classes d'actions — avec la mention expresse de celles qui n'ont rien touché pendant une année — éventuellement de l'absence de comptes d'un exercice qui se termine trois mois avant la publication du prospectus.
- 2° Un rapport relatif aux résultats des entreprises qui doivent être acquises par prélèvement sur le produit de l'émission. Établi par des experts comptables (accountants) nommés dans le prospectus, ce rapport doit indiquer les bénéfices des trois dernières années ¹.

1. Financial year.

Conditions d'application des règles précédentes.

- 1° Dans le cas d'un prospectus publié plus de deux ans après la date où la Société a eu le droit de commencer ses opérations, certaines dispositions sont supprimées : ce sont celles qui traitent de l'obligation de donner des renseignements sur le Mémoire, les intérêts particuliers des administrateurs, leurs noms, professions..., le montant des frais de constitution.
- 2° Les conditions dans lesquelles une personne sera considérée comme vendeur sont réalisées, lorsque:
 - a. Le prix d'achat n'est pas entièrement payé à la date de la publication du prospectus.
 - b. Le prix d'achat provient, même pour partie, du produit de l'émission.
 - c. L'exécution du contrat dépend des résultats de l'émission.
- 3° Les obligations imposées pour une vente s'appliquent à une location.
- 4° Si les vendeurs sont associés, la firme seule sera prise en considération.
- 5° Enfin, les prospectus qui proposent des valeurs déjà émises¹, doivent contenir certaines mentions complémentaires, le montant net reçu par la Société en contre-partie des titres offerts et l'endroit où il est possible de prendre connaissance du contrat d'attribution de ces valeurs mobilières.

1. Dispositions ayant pour but de révéler les avantages retirés par les Syndicats d'émission, en cas de constitution simultanée.

Les dispositions qui précèdent, sont un résumé du texte anglais.

Le législateur recourt aux procédés descriptifs les plus minutieux ; de cette façon, il déjoue les tentatives en vue de rendre inopérantes les règles édictées.

Il était indispensable d'indiquer ces dernières. C'est sur leur observation que la loi compte, pour assurer la régularité des opérations d'émission et de constitution ; la réglementation de la phase interne de l'émission est, en effet, très réduite ; elle se réfère, en général, (par exemple, pour l'emploi des fonds) aux prescriptions imposées dans la rédaction du prospectus.

L'intérêt de cette étude n'est pas moins considérable en droit comparé.

Les réformes proposées ou réalisées, en France, s'inspirent de la législation du prospectus anglais et les imperfections de notre système résultent, pour une large part, des différences qui le séparent du régime anglo-saxon.

Système français.

Le Système français a subi une évolution qui a eu pour conséquence, d'adapter la réglementation de la publicité aux nécessités de la vie actuelle ; des modifications ont été apportées progressivement au régime initial, mais les résultats obtenus paraissent encore susceptibles d'être améliorés.

Les réformes réalisées ont répondu successivement à deux ordres de préoccupations : d'une part, augmenter l'étendue des informations, d'autre part, amener les Sociétés à avertir plus particulièrement les futurs actionnaires ou obligataires.

La publicité prévue par la loi de 1867 était nettement

insuffisante ; destinée à révéler les opérations de constitution, elle laissait de côté, les actes tendant au placement des titres et cherchait surtout à éviter les erreurs sur l'état civil de la Société.

C'est pourquoi, la loi budgétaire de 1907 a imposé une publicité plus complète, de nature à mieux informer le public sur la valeur des titres offerts.

Le domaine d'application de la loi de 1907 est suffisamment vaste pour englober les opérations de placement.

Les dispositions légales régissent l'émission, l'exposition, la mise en vente et l'introduction sur le marché.

La Jurisprudence interprète d'une manière très large l'émission, comme une invitation adressée au public, par tous les moyens de publicité, d'apporter des capitaux à une Société, contre la délivrance ultérieure des titres¹.

Sans doute, le texte de la loi comprend, non seulement l'émission, mais aussi la mise en vente ; cependant cette définition présente l'utilité d'atteindre un fait qui n'est pas expressément visé par la loi : l'offre de la vente, l'offre de la souscription.

Les différents procédés de placement énumérés par la loi sont assujettis à ses prescriptions dès que les émetteurs recourent à une certaine publicité. C'est la plupart du temps, le moyen indispensable pour permettre à une Société de réunir des capitaux ; il faut néanmoins, en distinguer le cas où une Société essaye de se former par le recours, sans publicité, à un cercle limité d'amis et de connaissances.

De même, la mise en vente par un particulier, de titres de son portefeuille n'est astreinte à aucune formalité.

En dehors de ces circonstances où aucune ambiguïté

1. Tchernoff. *Droit pénal fin.*, t. I, p. 328.

n'est possible, la détermination du caractère que doit revêtir la publicité pour être soumise aux règles édictées, pose un problème de fait, parfois difficile à résoudre.

Le critérium adopté conduit à confondre la publicité, avec l'appel au public, même restreint à une catégorie de personnes et de clientèle.

Par conséquent, la propagande faite par des démarcheurs en vue de provoquer des placements, l'augmentation de capital réservée aux actionnaires, entraînent en général, l'application de la loi.

Celle-ci, préalablement à toute mesure de publicité, impose aux émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs, l'obligation de faire insérer dans un bulletin annexe au *Journal Officiel*, créé à cet effet, un certain nombre d'énonciations :

- 1^o La dénomination de la Société.
- 2^o L'indication de la législation française ou étrangère, sous le régime de laquelle fonctionne la Société.
- 3^o Le siège social.
- 4^o L'objet de l'entreprise.
- 5^o La durée de la Société.
- 6^o Le montant du capital social, le taux de chaque catégorie d'actions et le capital non libéré.
- 7^e Le dernier bilan ou la mention qu'il n'en a pas été dressé.
- 8^o Pour les Sociétés étrangères seulement, la publication intégrale des statuts traduits en langue française.

A cette première série d'indications relatives à l'état-civil de la Société, s'ajoutent des précisions sur les charges qui pèsent sur l'entreprise :

Le montant des obligations émises, avec l'énumération des garanties qui y sont attachées ou s'il s'agit d'une nouvelle émission, le nombre, la valeur et les modalités de la nouvelle émission.

Les avantages stipulés au profit des fondateurs et des administrateurs, du gérant et de toute autre personne, les apports en nature et leur mode de rémunération, les modalités de convocation aux assemblées générales.

La notice dont l'insertion est obligatoire doit être suivie de la signature et de l'adresse des émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs ; leur domicile doit en outre, être situé en France afin de faciliter l'exercice de poursuites éventuelles.

Il n'est évidemment pas indispensable, que tous ceux qui interviennent dans la circulation des titres, renouvellent l'insertion de la notice, au cas où celle-ci aurait été publiée lors de l'émission.

Mais les affiches, prospectus, circulaires, qui précèdent le placement des valeurs et qui sont répandus dans le public, doivent reproduire les informations de la notice et se référer au numéro du bulletin annexe au *Journal Officiel*, dans lequel elle a paru.

Malgré la généralité apparente des textes, cette dernière disposition ne s'applique pas à la publicité financière.

Seule un offre de titres par la voie de la presse, qui prend alors la forme d'une véritable annonce, est soumise aux prescriptions légales réduites, par un souci de favoriser les annonces dans les Journaux, à la reproduction d'un extrait des mentions exigées et à celle du numéro du bulletin.

D'un autre côté, l'absence de définition du prospectus restreint encore l'importance de la loi de 1907 ; elle donne

aux émetteurs, la faculté, avec un peu d'habileté de leur part, d'éviter la reproduction des énonciations qui leur sont imposées.

Destinée à justifier de l'accomplissement d'une formalité, la notice légale constitue donc une source où les intéressés peuvent se procurer des renseignements, mais il n'est nullement certain qu'elle leur parvienne.

Elle présente le grave défaut de ne pas donner lieu à l'établissement d'un véritable contrat entre les émetteurs et les souscripteurs. Une réforme dans ce sens s'avérait nécessaire ; ce fut l'œuvre d'un décret-loi du 8 août 1935, sur la réglementation du démarchage, dont voici le libellé :

Art. 10 : « Tout prospectus distribué ou reproduit sous quelque forme que ce soit, ayant pour objet de solliciter l'achat ou la souscription de valeurs de Sociétés françaises ou étrangères, devra mentionner la signature de la personne ou du représentant qualifié de la Société, dont l'offre émane.

Outre les énonciations prévues à l'article 3 de la loi du 30 janvier 1907, il devra mentionner les noms, prénoms et adresses des administrateurs de la Société et indiquer si les valeurs offertes sont cotées ou non et dans l'affirmative, à quelle Bourse. »

Le prospectus de placement ainsi défini ne se confond pas avec la notice légale ; il en renforce les effets, en portant à la connaissance des personnes sollicitées, les informations prescrites.

Il a donc pour objet de saisir directement les intéressés et constitue une véritable offre de la part de ses signataires,

représentants de la Société ou représentants du groupement chargé du placement.

Il marque donc un progrès de la législation, sans cependant remédier complètement aux lacunes qu'elle comporte : il ne modifie pas le régime de la presse et ne s'applique pas aux offres réalisées oralement par les démarcheurs ¹.

C'est que l'institution de la notice et celle du prospectus laissent subsister, sans doute atténuées, les imperfections du Système français qu'elles avaient successivement tenté de faire disparaître. Malgré les améliorations apportées, un double reproche peut être adressé au mode de publicité imposé : il est resté insuffisant et il ne répond pas parfaitement à la nécessité d'informer personnellement les futurs actionnaires.

1. L'efficacité du prospectus vient d'être accrue par un décret-loi du 31 août 1937 qui rend obligatoire le bulletin de souscription. Il est regrettable que le législateur n'ait pas étendu cette obligation à une vente d'actions, la fondation simultanée d'une entreprise et l'écoulement de ses valeurs par l'intermédiaire des démarcheurs étant la source la plus fréquente de fraudes à l'égard du public.

Cette réforme n'apparaît donc pas très importante, cependant il est utile d'en préciser le texte :

Le contrat de souscription doit comprendre :

- 1° La raison sociale de la Société ;
- 2° Le siège social ;
- 3° L'indication sommaire de l'objet social ;
- 4° La référence en cas d'émission par souscription publique, au « Bulletin des annonces légales obligatoires » où a été publiée la notice exigée par la loi du 30 janvier 1907 ;
- 5° Le montant du capital en souscription, précisant la part du capital représenté par des apports en nature et la part du capital à réaliser en espèces ;
- 6° Le lieu où sont versés les fonds provenant de la souscription ;
- 7° La date du dépôt des statuts au greffe.

Un exemplaire du bulletin sur papier libre doit être laissé au souscripteur et mention de cette remise doit figurer au bulletin de souscription.

C'est de la non-révélation des contrats passés avec les tiers que provient essentiellement l'insuffisance de la notice.

L'absence d'informations sur l'emploi des fonds est la principale source de fraudes dans l'émission des valeurs mobilières. De même, l'indication des avantages non stipulés ne figure pas dans les mentions requises par la loi : d'une part, l'intérêt, souvent très important, que retirent les Syndicats de prise ferme, de la différence entre le prix de vente et le prix de cession des titres, n'apparaît pas ; de l'autre, les commissions allouées aux Syndicats de garantie et aux Banquiers ne sont pas considérées comme des avantages particuliers malgré l'opinion opposée de certains auteurs.

Depuis longtemps, il a paru indispensable de développer les dispositions de la loi de 1907 de manière à assurer au public des renseignements plus précis et plus significatifs sur les valeurs qui lui sont offertes.

A cet effet, la législation anglaise semble excellente à imiter ; la réglementation de la publicité devrait s'inspirer des principes qu'elle pose, en ajoutant aux indications exigées jusqu'ici, celles de l'emploi des fonds et du taux des commissions de placement.

Pour empêcher les fondateurs de tourner la loi par le procédé de constitution simultanée des Sociétés, il faudrait transposer en France la règle de l'assimilation d'une vente à une émission.

Une telle présomption devrait être soumise à certaines conditions (surtout de durée), en dehors desquelles, la vente des valeurs mobilières resterait assujettie aux obligations de la notice ; ce sont en effet, les seules que puisse se procurer un vendeur étranger à l'entreprise.

M. Percerou propose la rédaction d'un texte destiné à mettre en application ces principes ¹.

Afin d'enlever aux fondateurs toute possibilité d'échapper aux dispositions légales, il suggère le recours aux procédés descriptifs minutieux du Companies Act.

L'efficacité de la réglementation actuelle, déjà limitée par l'insuffisance des informations qu'elle exige est encore affaiblie par le caractère facultatif du prospectus.

Un grand nombre de souscriptions et de ventes de titres sont, en effet, effectuées sans que les souscripteurs et acheteurs aient eu connaissance des renseignements dont la loi impose la publication ². C'est un danger d'autant plus grave que les pratiques du démarchage et de la publicité financière parviennent de cette façon à soustraire à la protection de la loi, les épargnants inexpérimentés dont la défense était la plus urgente.

Le perfectionnement d'un tel état de choses pourrait également provenir de l'adoption des méthodes anglo-saxonnes.

Rendu obligatoire pour tout placement, le bulletin de souscription ou de vente serait accompagné du prospectus et mettrait ainsi devant les yeux du futur actionnaire, les indications susceptibles d'éclairer son esprit et d'influencer sa décision ².

L'organisation française de la publicité légale apparaît donc défectueuse. Le but qu'elle poursuit est rarement atteint ; les remèdes apportés ressemblent plus à des palliatifs qu'à une réforme capable d'éviter les multiples abus constatés.

1. Percerou. *Lois et projets récents, en matière de S. A.*, p. 473 et suiv.

2. Voir note 1 page précédente, l'amélioration apportée par l'institution du bulletin de souscription, dont la portée reste néanmoins insuffisante.

Il faudrait s'orienter vers une refonte de la législation de la publicité et vers une révision des principes qui en constituent la base.

Le législateur s'est attaché aux formalités de constitution et à la publicité officielle destinée aux tiers, sans se soucier si les futurs actionnaires étaient, personnellement et d'une manière suffisamment étendue, renseignés sur les valeurs qu'ils étaient sur le point d'acquérir.

Section II. — Réglementation de la publicité financière et du démarchage.

Alors que l'objet de la publicité légale est de présenter dans un cadre réglementaire les faits de nature à intéresser les capitalistes, les émetteurs conservent la faculté de recourir aux moyens de publicité qui leur conviennent et dont l'action est infiniment plus forte sur l'esprit des épargnants.

Sans doute, une réglementation indirecte de ces procédés peut-elle être obtenue par le jeu de la publicité légale ; mais un tel résultat n'est atteint que dans la mesure où les prescriptions de cette dernière sont applicables.

C'est pourquoi, la publicité financière revêt un caractère nettement distinct de la publicité légale ; celle-ci exige l'effort des personnes qu'elle veut renseigner, son absence de commodité rebute les intéressés ; mieux adaptée aux nécessités de la vie commerciale, celle-là exerce une attraction plus puissante, son efficacité est plus certaine ; d'un autre côté, elle n'est pas réglementée.

La liberté laissée à la publicité financière en général, et au démarchage, forme plus particulière, plus insinuante

aussi de la publicité orale, dépend étroitement des mœurs financières des divers pays.

L'étude de la publicité financière ¹ a montré que les nations dont le sens commercial des habitants est plus évolué et dont la structure financière accorde à la Bourse un rôle prédominant dans les émissions de valeurs mobilières, étaient caractérisées en cette matière, par une grande correction.

Ailleurs au contraire, une réforme des méthodes adoptées est la condition indispensable d'une meilleure défense de l'épargne.

C'est essentiellement la situation de la France, pour laquelle la question de la protection du public apparaît sous un aspect différent dans la publicité financière et dans le démarchage.

Dans le premier cas, la recherche d'une solution semble délicate.

Il est évident qu'un journal a toujours la possibilité d'exprimer son opinion sur une entreprise ou sur les valeurs qu'elle émet.

Malheureusement, les renseignements d'ordre objectif publiés ne se distinguent guère des informations tendancieuses de la réclame rédactionnelle.

La forme adoptée par la publicité financière, en France, ne donne pas la certitude que les articles parus sont sincères.

Aussi la difficulté d'établir une réglementation satisfaisante dans un tel domaine, apparaît-elle aussitôt ; cependant, le législateur a compris l'intérêt d'une intervention ; mais jusqu'ici le désir de maintenir la liberté de

1. Voir *supra*.

la presse l'a emporté sur le souci de garantir les droits des épargnants.

Le dernier projet de loi sur la presse, voté par la Chambre, s'est heurté à l'opposition du Sénat attaché au respect des libertés traditionnelles.

Il comportait néanmoins, des dispositions susceptibles d'obtenir un résultat appréciable, en imposant aux journaux l'obligation de révéler leurs ressources. De cette façon, seraient divulgués les avantages retirés d'une habile campagne de presse ayant pour objet de conseiller par une série d'articles en apparence objectifs le placement de certains titres.

Il serait possible également, bien que cette mesure paraisse moins efficace, d'assujettir la presse à faire suivre les articles publicitaires d'une mention, indiquant au public que le journal n'entend pas assumer la responsabilité des assertions.

Celle-ci pourrait être mise en action, sans avoir besoin de démontrer la mauvaise foi du journal, lorsqu'il n'y aurait pas une semblable mention.

La législation se rapprocherait de celle en usage dans l'État de New-York, qui interdit le renseignement inexact.

Ce système permettrait ainsi d'atteindre, par la mise en jeu de la responsabilité, les excès commis ; c'est donc essentiellement une méthode répressive, la seule qui puisse être utilisée actuellement, en l'absence d'une réglementation.

Réglementation du démarchage.

Les considérations qui rendent difficile l'élaboration d'une législation relative à la publicité par la voie de la presse, n'existent pas en ce qui concerne le démarchage.

Cependant, jusqu'à une date récente, le démarcheur échappait à toute réglementation, malgré les nombreux abus qu'illustrait la succession des scandales financiers.

Cet état de choses, qui constituait un véritable danger pour l'épargne, rendait nécessaire le vote de dispositions légales y mettant fin.

Certes, un certain nombre de projets avaient été présenté et la commission de législation du Sénat avait publié deux rapports, l'un concluant à une réglementation sévère du démarchage, l'autre à son interdiction pure et simple.

L'interdiction du démarchage est une mesure en vigueur en Angleterre¹ ; elle correspond parfaitement à l'organisation juridique et financière du pays.

L'inégalité des fortunes limite à un cercle assez restreint les capitalistes susceptibles de prendre part à une émission ; d'autre part, le système anglais de publicité légale ne peut supporter la moindre fissure, qui en rendrait inopérantes les prescriptions, les seules prises pour la défense du public.

Dès lors, l'interdiction du démarchage n'entraîne aucune conséquence fâcheuse.

En France, au contraire, une telle disposition semble prématurée ; l'épargne y est très divisée et l'institution du démarchage, rendue nécessaire par la force même des choses. Les démarcheurs devancent les besoins, en s'adressant aux nouvelles couches de capitalistes, à la portée desquels ne se trouve pas encore de banque.

Par contre, une réglementation sévère de leurs démarches et l'exclusion, du champ de leur activité, d'opérations particulièrement dangereuses, s'imposent.

A cet effet, une distinction proposée², basée sur une ana-

1. Section 356 du Companies Act.

2. Tchernoff. *Droit pénal financier*, p. 95, t. II.

lyse précise du démarchage, procurerait l'avantage de serrer de près la réalité des faits.

Le double rôle du démarcheur est d'être, tantôt un agent de transmission des offres d'achat ou de souscription au nom des banquiers, tantôt un agent de publicité verbale.

L'attention des Pouvoirs publics n'a pas été spécialement retenue par ce dernier aspect, auquel la législation du prospectus de placement donne une solution partielle.

Du caractère facultatif du bulletin de souscription résulte d'ailleurs, la possibilité de placer les titres sans l'intermédiaire préalable d'un écrit ; l'importance des mesures édictées en est par suite diminuée.

C'est pourquoi, la réforme du démarchage ne peut produire de résultats entièrement satisfaisants, en dehors de l'institution d'un système de publicité légale cohérent.

Néanmoins, le régime établi par les décrets-lois du 8 août et du 30 août 1935, peut avoir un effet heureux sur la protection des petits épargnants, particulièrement des épargnants ruraux.

A la réglementation du démarchage, le législateur a préféré celle de la situation juridique du démarcheur.

Il a pensé, en effet, que la recherche de la loyauté et de l'honnêteté de ce dernier serait plus efficace que l'élaboration d'une législation difficilement comprise, par les épargnants inexpérimentés à qui elle s'adresserait.

Le décret-loi fixe le Statut du démarcheur et exclut du démarchage certaines activités préjudiciables à l'épargne :

- 1° Le colportage de valeurs mobilières, c'est-à-dire l'offre de titres avec livraison et paiement immédiat ; le colportage n'implique aucune idée

d'habitude ; par contre, les lieux publics destinés au commerce des titres, banques, offices ministériels, etc., ne sont pas visés par l'interdiction.

2^o Certaines opérations particulièrement dangereuses pour le public :

- a.* Des participations à des opérations fondées sur la différence de cours des valeurs mobilières, c'est-à-dire l'offre de parts syndicales.

Cette pratique s'était développée depuis la guerre et avait entraîné la ruine de nombreux épargnants ; elle consistait à solliciter, non pas la souscription d'actions, mais l'entrée dans un syndicat d'émission.

La nature des opérations syndicales exige le recours à des spécialistes et une telle prohibition s'imposait depuis longtemps.

- b.* Les opérations à terme dans les Bourses étrangères de marchandises ; une exception a été apportée en faveur des opérations qui portent sur les marchandises faisant habituellement l'objet du commerce ou de l'industrie de celui qui est sollicité.

Cette atténuation, demandée par les courtiers en marchandises, semble justifiée par le caractère professionnel des négociants aptes à se défendre eux-mêmes.

- c.* Des opérations sur les valeurs émises par les Sociétés étrangères, sans la garantie des États intéressés.
- d.* Des opérations relatives à des valeurs de Sociétés françaises n'ayant pas deux ans d'existence et deux bilans publiés, ou sur des valeurs de Sociétés non cotées officiellement.

Ainsi les opérations de démarchage qui restent autorisées sont :

- 1° Opérations à terme dans les Bourses françaises de marchandises.
- 2° Opérations à terme dans les Bourses étrangères de marchandises, dans la mesure où elles correspondent aux affaires traitées habituellement par les négociants sollicités.
- 3° Opérations sur les valeurs de Sociétés françaises qui ont au moins deux années d'existence et qui ont établi au moins deux bilans.
- 4° Opérations sur les valeurs françaises cotées officiellement, quelle que soit la durée de leur existence.

La stricte limitation de ces opérations a pour effet de réduire le champ d'application du démarchage, à celui des émissions de valeurs mobilières françaises, émises au cours de la Société, et à celui du placement des titres, examinés et contrôlés avant leur introduction à la Bourse.

Ce sont donc celles qui présentent le moindre danger, et afin que la garantie assurée à l'épargne soit véritablement efficace, elles ne peuvent être effectuées que par certaines personnes dont la loi détermine le Statut.

Le législateur a donné du démarchage, une définition légale et permet aux seuls banquiers d'y recourir :

« Se livre au démarchage, celui qui se rend habituellement au domicile des particuliers, autres que les banquiers et les officiers ministériels, ou dans les lieux publics non réservés à cet effet, pour conseiller la souscription, l'achat, la vente ou l'échange de valeurs mobilières, ou une participation à des opérations sur ces valeurs. »

Les Banques qui veulent recourir au démarchage doi-

vent tout d'abord, remplir certaines conditions précisées par un règlement d'administration publique, paru le 30 avril 1937 au *Journal Officiel*.

La rigidité du critérium primitivement adopté et qui exigeait des banquiers l'affiliation à un Syndicat, a été atténuée.

L'emploi du démarchage est autorisé :

- 1° Aux Banques faisant partie, depuis deux ans au moins, d'Organisations syndicales professionnelles régulièrement constituées, et comprenant vingt membres au moins.
- 2° Aux Banques qui comptent plus de cinq années d'existence ininterrompue.

Afin de permettre le contrôle du ministère des Finances, diverses formalités sont en outre imposées.

L'envoi au ministère des Finances (Direction du Mouvement général des Fonds), par le représentant qualifié de l'Organisation syndicale ou de la Banque, d'une déclaration, l'informant de l'intention de recourir au démarchage.

A cette déclaration sont joints en double exemplaire : les Statuts de l'Organisation syndicale professionnelle (ou de la Banque), avec la liste des personnes qui en assurent la direction ; dans le cas d'une Organisation syndicale, l'énumération des Banques qui en font partie ; pour chacune d'elles (ou pour la Banque isolée), une notice contenant les renseignements exigés d'une Banque privée ou d'une Société, par la loi du 18 mars 1919 sur le Registre du Commerce.

Le ministre des Finances donne récépissé de cette déclaration ; un délai de trente jours doit s'écouler avant l'utilisation de démarcheurs.

Si l'Organisation professionnelle, l'un de ses membres ou la Banque isolée, ne remplissent pas les conditions précédentes, le ministre des Finances peut, à toute époque, par notification adressée au représentant de l'Organisation ou de la Banque, interdire le recours au démarchage, soit à l'Organisation, soit à ses membres qui contreviennent aux dispositions du décret, soit à la Banque isolée.

Le contrôle du ministre des Finances a pour but de vérifier que les Banques qui veulent employer des démarcheurs répondent aux conditions imposées par le décret ; il est, en fait, assez limité et le refus d'accorder l'autorisation, susceptible d'un recours pour excès de pouvoir, devant le Conseil d'État.

Les Banques doivent de plus :

- 1° Faire au parquet du siège social et des agences intéressées une déclaration écrite, mentionnant les nom, adresse, état civil des personnes devant être employées au démarchage.
- 2° Délivrer à chaque démarcheur, trois jours francs au plus tôt après le dépôt de cette déclaration, une carte nominative revêtue de la signature du titulaire et de celle légalisée du représentant de la Banque et comportant certaines indications.
- 3° Retirer cette carte à l'employé sur simple demande du parquet.

En outre, les démarcheurs doivent être Français et ne pas être frappés par l'interdiction d'exercer la profession de banquier.

Les mêmes prescriptions imposées aux employés démarcheurs sont étendues aux banquiers qui se livrent personnellement au démarchage.

L'introduction dans le règlement d'administration publique de cette dernière disposition avait été rendue nécessaire à la suite des commentaires qui ont suivi la parution du décret-loi.

Ce dernier pouvait laisser supposer, en effet, que le Banquier agissant pour son compte n'était pas assujéti aux règles édictées.

Les dispositions relatives au colportage sont appliquées depuis la publication du décret-loi ; celles relatives au démarchage sont reportées au 1^{er} juillet 1937.

De l'étude qui précède, ressort l'importance d'une réglementation cohérente de la phase externe de l'émission, pour assurer aux épargnants une garantie efficace de leurs droits.

C'est un résultat que la législation anglaise du prospectus a permis d'atteindre, mais auquel n'est pas parvenu, faute d'une réglementation d'ensemble, le législateur français.

CHAPITRE II

PHASE INTERNE DE L'ÉMISSION

Section I. — Réglementation des modalités de l'émission.

La détermination des modalités de l'émission, laissée à l'entière liberté des fondateurs, entraînerait pour la sécurité des actionnaires et des tiers, des risques certains.

Sans doute, ces derniers sont-ils atténués par le caractère plus ou moins complet de la publicité imposée aux opérations effectuées. Cependant l'élaboration d'un cadre réglementaire apparaît indispensable pour éviter les abus d'un régime trop libéral.

Les dispositions légales adoptées concernent peut-être plus les formalités de constitution des Sociétés que celles de l'émission des valeurs mobilières, dont le produit servira à la formation ou au développement de l'entreprise.

C'est pourquoi, il importe de les envisager rapidement et de distinguer, suivant qu'elles interviennent au cours de la Société ou qu'elles en permettent la création, les émissions d'actions et les émissions d'obligations.

§ 1. — ÉMISSIONS D' ACTIONS.

La facilité de réunir des sommes considérables par la mise en circulation de titres d'un montant peu élevé, présente un double danger de fraude : d'une part, les action-

naires peuvent être induits en erreur sur la réalité des fonds obtenus par les promoteurs ; de l'autre, les droits attachés aux actions ne confèrent pas toujours les garanties auxquelles s'attendent normalement leurs détenteurs, par suite de l'existence de plusieurs catégories de titres.

En premier lieu, les actionnaires ont un intérêt primordial à ce que les souscriptions et les versements soient effectifs :

En effet, si les fondateurs ont estimé nécessaire un capital déterminé pour mener à bien les affaires de la Société, la souscription du capital doit être intégrale, et les fonds, versés dans les caisses de l'entreprise, pour éviter la ruine de celle-ci, faute des moyens indispensables à son activité.

C'est pourquoi, le bulletin de souscription ne constitue pour son signataire qu'une obligation subordonnée à la constitution ultérieure de la Société et que les émetteurs n'ont pas le droit de conserver une partie des sommes versées, pour couvrir les frais de constitution.

Le problème apparaît pratiquement sous un aspect plus complexe : la libération immédiate des actions est difficile à exiger des souscripteurs et le fonctionnement de la Société ne suppose pas forcément l'obtention du capital prévu.

Dès lors, les Pouvoirs publics peuvent recourir à un système plus ou moins sévère, plus ou moins rigide suivant les tendances de la législation et suivant l'efficacité des mesures déjà en vigueur.

La réglementation française, imparfaite sur d'autres points, semble la plus stricte. Néanmoins les règles qu'elle impose se révèlent inefficaces, les sanctions de leur inexécution étant, en fait, inexistantes (voir *infra*).

Elle pose d'abord, le principe de la souscription inté-

grale du capital et interdit les souscriptions fictives ou affectées de restrictions.

Ensuite, elle astreint les souscripteurs à un versement d'un quart du montant de l'action, afin d'écarter les spéculateurs. Le versement du quart doit être effectué en espèces, les paiements par compensation étant prohibés depuis un arrêt de la Cour de cassation de 1904.

Une préoccupation analogue a conduit le législateur à fixer un taux minimum de 100 francs, réduit à 25 francs pour les Sociétés dont le capital ne dépasse pas 200.000 francs ¹.

En outre, le produit de la libération du quart des actions doit rester à la disposition de la Société jusqu'à la date de sa constitution définitive et les actions non entièrement libérées doivent conserver la forme nominative.

Plus souple, au contraire, la législation anglaise n'imposait pendant longtemps aucune règle semblable.

Mais des fondateurs peu scrupuleux, abusèrent de la grande latitude qui leur était accordée pour constituer des Sociétés dont le capital souscrit était nettement insuffisant ; la nécessité d'une réforme était rendue d'autant plus urgente, que le régime de « l'underwriting » était parallèlement plus défectueux.

C'est dans le dessein de pallier les inconvénients de ce dernier (voir *infra*), et d'éviter le retour des excès commis que furent adoptées les nouvelles mesures.

Elles laissent aux émetteurs le soin de déterminer le chiffre minimum de souscriptions que la Société doit obtenir pour être admise à commencer ses opérations et

1. Un décret-loi du 31 août 1937 a étendu à toutes les sociétés le taux minimum de 100 francs, la dépréciation de la monnaie ayant rendu inutile un taux plus faible.

qui est, en général, différent du capital indiqué dans le « *Memorendum of Association* ».

Celui-ci fixe seulement le montant nominal maximum pour lequel la Société pourra émettre des actions, soit lors de sa constitution, soit ultérieurement.

L'estimation, par les promoteurs, du nombre de souscriptions indispensable à l'activité de l'entreprise, ne dépend pas entièrement de leur libre arbitre. Elle doit correspondre à des objets parfaitement définis par la loi, mentionnés dans le prospectus (n° 5 des informations contenues dans le prospectus, voir *supra*).

La Société est également libre de fixer la part des actions qui doit être libérée dès la souscription, sous la réserve qu'elle atteigne au moins les 5 p. 100 du montant nominal du titre.

Ces dispositions, cependant, n'assuraient pas suffisamment la consistance du capital social ; en particulier, elles n'entraînaient nullement l'interdiction, qui résulte de la règle française de la souscription intégrale du capital, d'émettre des actions au-dessous du pair.

Aussi furent-elles complétées par une double série de prescriptions qui atteignent parfaitement le but recherché : d'une part, l'émission d'actions au-dessous du pair est interdite lors de la constitution de la Société ; d'autre part, le montant des commissions que la compagnie peut payer pour le placement de ses actions est nettement limité ; il ne peut, en principe, dépasser 10 p. 100 du prix d'émission, à moins que le prélèvement ne soit effectué sur la fraction au-dessus du pair.

La question des commissions de placement intéresse plus spécialement les syndicats d'émission ; mais leurs conséquences sont au moins aussi dangereuses pour le

maintien à la disposition de la Société, du capital social, qu'une émission au-dessous du pair.

C'est pourquoi, l'adoption d'une mesure semblable, en France, s'avérerait très utile pour réglementer l'action des intermédiaires, que, jusqu'à présent, le législateur a négligés d'une manière systématique.

Les règles applicables aux actions émises pour constituer la Société, régissent également les augmentations de capital. Elles subissent, néanmoins, quelques modifications du fait même que la Société est constituée.

C'est ainsi que le versement du quart, peut être effectué par compensation ; personne morale, la Société s'est valablement obligée et sa dette peut être compensée avec celle d'un souscripteur, créancier, obligataire ou fournisseur.

L'obligation de la souscription intégrale est aussi atténuée par une jurisprudence, d'ailleurs contestée¹, qui permet la réalisation d'une augmentation de capital, à concurrence du montant des actions souscrites ; il faut évidemment que cette clause soit portée au préalable à la connaissance des souscripteurs.

Lorsque l'émission de valeurs mobilières intervient au cours de la Société, le souci de protéger l'épargne apparaît, en effet, moins nécessaire ; le désir de favoriser l'extension des entreprises en leur donnant les plus larges facilités de financement, devient prédominant.

C'est une telle considération qui a conduit, en Angleterre, les Pouvoirs publics à ne pas exiger, alors, l'obtention d'un certain chiffre de souscriptions et à autoriser les émissions au-dessous du pair.

1. Tribunal de commerce de la Seine 7 janvier 1885. Société Comptoir financier industriel (*Revue des Sociétés*).

Pour en limiter les abus possibles, la loi assujettit celles-ci à des conditions très strictes :

- Un an a dû s'écouler depuis le début de la Société ;
- L'émission doit avoir pour objet des actions identiques à d'autres déjà émises ;

- Elle doit être autorisée par une assemblée générale et approuvée par le Tribunal, qui fixe un délai à l'intérieur duquel elle doit avoir lieu ;

- Enfin les prospectus publiés avant l'amortissement de l'escompte accordé, doivent le mentionner.

Introduites sur la demande des milieux financiers, ces dispositions sont rarement utilisées ; elles prêtent à la fraude, dont les événements ont montré l'existence aussi fréquente, malgré l'opinion contraire exprimée parfois, lors d'une augmentation de capital que d'une constitution de Société.

La loi française de 1867 laissait, en matière d'augmentation de capital, une liberté à peu près complète, aux administrateurs de Société ; les Statuts pouvaient même écarter à cette occasion, la nécessité d'une approbation de l'assemblée générale.

Cette situation s'est, à l'expérience, révélée dangereuse pour l'épargne.

Les administrateurs avaient intérêt à se réserver la majeure partie de l'émission lorsqu'ils cherchaient à affermir leur puissance sur les assemblées ; dans cette hypothèse, le droit de vote attaché au titre était, en général, un droit de vote privilégié.

Ils agissaient de même, quand l'opération semblait susceptible de rapporter des profits substantiels par la vente en Bourse, à un cours supérieur au prix d'émission.

Au contraire, si la souscription apparaissait peu avan-

tageuse et pleine d'aléas, elle était lancée dans le public avec l'aide de tous les moyens de publicité.

De cette façon, l'actionnaire primitif s'exposait aux pertes sans profiter des chances de succès.

Un remède à cet état de choses a été apporté par les décrets-lois du 8 août et du 30 octobre 1935, relatifs au droit préférentiel de souscription des actionnaires aux augmentations de capital.

Tout actionnaire a, proportionnellement au montant de ses actions, un droit de préférence pour souscrire aux augmentations du capital de la Société.

La loi prévoit, en même temps, un régime spécial de publicité, dans le but d'avertir les porteurs d'actions ; elle impose à la Société la publication d'un avis dans un journal d'annonces légales, indiquant la date d'ouverture et de clôture de la souscription, le taux d'émission et le droit préférentiel des actionnaires qui ont un délai de quinze jours au moins pour se décider.

Lorsque l'émission donne lieu à la parution de la Notice légale, celle-ci doit contenir l'avis précédent ; si la Société ne fait pas appel au public, elle doit aviser par lettre recommandée les actionnaires dont les titres sont nominatifs.

Enfin les actions rendues disponibles sont attribuées aux actionnaires primitifs qui le demandent.

Le décret accorde à l'assemblée générale le pouvoir d'écarter ces dispositions, sous les trois conditions suivantes :

- 1° L'assemblée doit délibérer aux conditions de quorum et de majorité, prévus par l'article 31 de la loi de 1867 : 2/3 des voix et 3/4 du capital repré-

senté pour la première assemblée, 1/2 pour la deuxième, 1/3 pour la troisième.

2° Les administrateurs doivent présenter dans un rapport préalable, les motifs de l'augmentation de capital ainsi que les personnes à qui seront attribuées les nouvelles actions, le nombre d'actions attribuées à chacune d'elles, le taux d'émission et les bases sur lesquelles il a été déterminé.

3° Les commissaires aux comptes doivent dans un rapport spécial, certifier la sincérité et l'exactitude des bases précédentes.

A titre transitoire subsistent les droits préférentiels accordés antérieurement au décret, soit par les Statuts, soit par l'assemblée.

Très utile certes, cette réforme présente, cependant, une double lacune qui tient au caractère de la législation française des Sociétés.

D'abord, la publicité dans un journal d'annonces légales est nettement insuffisante et l'avertissement donné aux actionnaires risque de ne pas leur parvenir.

Le second reproche apparaît plus grave encore ; il touche au fonctionnement même des Sociétés, placé sous l'emprise complète des Conseils d'administration.

Les assemblées générales, délaissées par les actionnaires insouciants, sont sous la dépendance des administrateurs ; il est donc facile à ceux-ci par le jeu de la délégation de pouvoirs, de se soustraire à l'application du décret et d'en restreindre l'efficacité.

La constitution de la Société ou l'augmentation de son capital imposent aux émetteurs certaines formalités, pour assurer la protection des actionnaires ; mais les risques

encourus par ces derniers tiennent surtout à l'existence de plusieurs catégories d'actions.

Dans la presque totalité des Sociétés, le capital ne consiste pas uniquement en numéraire.

Certains fondateurs apportent, soit un fonds de commerce, soit une entreprise, en contre-partie desquels ils reçoivent des actions, dites d'apport ; sans un contrôle de l'attribution de ces actions, la protection du public est illusoire.

La garantie des épargnants est donc obtenue par les contrôles qui suivent la constitution de la Société, et qui permettent de vérifier que les dispositions de la loi relative à la publicité et aux modalités de l'émission, ont été appliquées (voir *infra*, section II).

Cependant une réglementation spéciale peut utilement compléter ces contrôles.

C'est ainsi que les actions d'apport doivent être entièrement libérées et qu'elles ne peuvent être négociées pendant deux ans. Le but de cette mesure est d'empêcher que les apporteurs ne puissent, à la faveur d'une hausse en Bourse, vendre les titres avant que la Société ait fait ses preuves.

Afin que la loi ne soit pas tournée par l'octroi de parts de fondateurs, une règle analogue leur est appliquée.

En dehors des actions d'apport, il existe diverses classes d'actions auxquelles sont attachés des droits différents.

Des considérations économiques ont amené leur création¹ ; elle s'accompagne parfois d'abus qui ont nécessité l'intervention du législateur, dont l'attention s'est portée

1: Voir *supra*, 1^{re} partie, p. 26.

essentiellement sur les actions à droit de vote privilégié.

Les valeurs dont les droits confèrent à leurs titulaires des avantages inégaux sur les bénéfices ou sur l'actif social, ne sont l'objet d'aucune réglementation, pourvu que les actions ordinaires ne soient pas exclues de toute participation aux bénéfices.

Les actions à vote plural revêtent, de leur côté, un aspect différent par les répercussions qu'elles entraînent sur la gestion de la Société ; si les règles imposées dans le fonctionnement, garantissent suffisamment les actionnaires contre les fautes des administrateurs, les inconvénients des actions à vote multiple sont limités.

En France, malheureusement, c'est la situation opposée qui est la plus fréquente.

Le développement des actions à vote privilégié depuis la loi de 1903 qui les autorisait, se révéla dangereux pour le public.

La stabilité de direction qu'elles accordaient aux administrateurs, faisait bénéficier ceux-ci d'une entière impunité, grâce à l'approbation des comptes qu'elles leur permettaient d'obtenir aisément.

C'est pourquoi, la loi du 26 avril 1930 interdit, à compter de sa promulgation, toute émission d'actions à droit de vote plural.

Cette disposition est étendue en 1933 aux actions déjà créées ; une exception est cependant prévue pour les actions nominatives, depuis deux ans au moins au nom de la même personne physique : elles peuvent être assorties d'un droit de vote double.

Le régime actuel ne semble pas cependant, satisfaisant, en pratique, le droit de vote n'assure nullement la protec-

tion des actionnaires, du fait de l'hégémonie des Conseils d'administration sur les assemblées générales.

Le législateur anglais a parfaitement compris la vanité des efforts tentés dans ce sens. Aussi, laisse-t-il les fondateurs absolument libres du choix des modalités d'émission, en dehors des quelques principes qu'il a posés, pour garantir la consistance du capital social.

Il n'établit aucune distinction entre les actions de numéraire, d'apport, à droit de vote privilégié et les parts de fondateurs. Il exige simplement, une publicité sincère et entière des opérations d'émission et la divulgation de tous les faits qui peuvent intéresser les souscripteurs.

Sans adopter entièrement une telle méthode, il peut sembler opportun de s'en rapprocher.

M. Percerou ¹, proposait l'institution, en France, d'actions sans droit de vote (no voting shares), régularisant ainsi une situation généralisée en fait.

Une protection des droits des actionnaires, au cours du fonctionnement de la Société, pourrait être utilement envisagée et se substituer de cette façon à la garantie hypothétique que confère le droit de vote dans les assemblées.

§ 2. — ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS.

Les émissions d'obligations sont, en principe, soumises aux mêmes exigences que les émissions d'actions.

Toutefois, le désir de favoriser le financement des entreprises a amené un assouplissement des règles qui leur sont imposées ; en même temps, se faisait sentir l'intérêt de

1. Voir Percerou. *Lois et projets, en matière de Sociétés par actions*, p. 542.

dispositions nouvelles, pour éviter les abus auxquels elles peuvent donner lieu.

Tout d'abord, la loi ne fixe aucun taux minimum ni aucun versement minimum. Ensuite, le taux d'émission peut être inférieur au pair nominal. L'escompte accordé constitue, alors, une prime pour les souscripteurs, qui explique l'habitude de recourir à cette forme d'emprunts obligataires.

Le caractère, en fait peu sévère, de la réglementation française des actions ne permet pas d'introduire dans son application aux obligations des dérogations plus prononcées.

Au contraire, la législation anglaise y apporte plusieurs atténuations, qui résultent de l'importance moins grande que présente la consistance du capital-obligations.

Non seulement elle admet les émissions au-dessous du pair, mais encore elle autorise le paiement des commissions de placement, sans en limiter le montant.

De même, elle n'impose la réunion d'aucun chiffre minimum de souscriptions pour la validité de l'émission ; ni mention de ce chiffre, ni celle de l'emploi du produit de l'émission ne devant figurer dans le prospectus.

A quel moment une entreprise peut-elle émettre des obligations ?

Pendant longtemps, une entière liberté était laissée aux Sociétés, qui pouvaient y procéder avant même le versement du capital-actions.

Le Droit anglais est resté attaché à cette conception ; les emprunts obligataires sont considérés comme normalement incidents à toute entreprise commerciale.

En France, les irrégularités qui les ont accompagnés ont attiré l'attention du législateur qui a précisé les con-

ditions de leur émission, dans un décret-loi du 30 octobre 1935.

Le décret-loi pose le principe de l'égalité entre toutes les obligations d'une même émission et il détermine les mentions à apposer sur les titres de façon que le souscripteur d'un emprunt soit renseigné sur tous les emprunts antérieurs et non amortis, déjà contractés par la Société.

Les Sociétés et collectivités, dont le siège est situé à l'étranger, sont astreintes à être représentées par un mandataire responsable, domicilié en France.

Échappent seules à ces prescriptions, les Sociétés soumises à un régime spécial (Crédit Foncier), celles qui bénéficient de la garantie de l'État, des départements, des communes ou des établissements publics et les États souverains.

Le décret interdit l'émission d'obligations aux particuliers et aux Sociétés qui n'ont pas encore établi le bilan de leur premier exercice.

L'introduction, en France, de ces dispositions était indispensable pour éviter les véritables spoliations qui s'étaient produites après la guerre, surtout de la part de Sociétés étrangères. Mais elles n'ont pas fait disparaître le risque encouru par les obligataires, du fait d'un capital-obligations excessif.

L'existence d'un emprunt très supérieur au montant du capital social, entraîne une situation d'autant plus dangereuse pour les obligataires qu'elle provient d'une volonté déterminée des représentants de la Société.

L'entreprise se trouve, en réalité, financée par les fonds versés par les prêteurs et fort peu par ceux versés par les actionnaires. Aussi, les risques de l'entreprise reposent-ils

sur les obligataires qui ne sont appelés, ni à participer aux profits, ni à prendre part à la gestion.

Ce fut le cas d'un certain nombre de Sociétés, dont l'activité s'exerçait dans de lointains pays ; les capitaux nécessaires leur étaient fournis par les obligataires, les actionnaires étant de simples apporteurs en nature.

Certains auteurs, dont M. Percerou, ont alors proposé la fixation d'un pourcentage légal entre le capital-actions et le capital-obligations.

Semblable réglementation inspirée de la législation italienne, augmenterait la sécurité des obligataires ; une difficulté s'élève, cependant, dès qu'il s'agit de fixer ce rapport qu'il est nécessaire d'adapter aux diverses circonstances.

La règle établie par la loi italienne prévoit la faculté pour les Sociétés d'émettre des obligations pour un montant supérieur à celui de leur capital, dans deux cas :

- 1^o Lorsqu'elles fournissent des sûretés hypothécaires supérieures au $\frac{1}{3}$ du montant de l'émission.
- 2^o Lorsque l'État ou une collectivité publique leur accorde une annuité suffisante pour le service de l'émission.

En dehors de ces exceptions, un décret délibéré en conseil des ministres peut fixer, un rapport différent, sous la réserve que le capital-obligations reste inférieur au double du capital-actions.

Un projet de loi en 1930 avait présenté des propositions voisines, en les incorporant dans un texte plus rigide : l'émission ne doit pas dépasser le montant du capital social, pour les Sociétés ayant moins de cinq ans d'existence ; elle peut atteindre le double dans le cas contraire.

La rigueur de ces dispositions n'a pas permis au décret-

loi sur la protection des obligataires, de les adopter. Une telle limitation des émissions d'obligations aurait, en effet, une trop grande répercussion sur l'Économie nationale ; au fur et à mesure de leur développement, les Sociétés devraient accroître parallèlement leur capital social et leurs emprunts ; de profondes modifications s'ensuivraient dans les habitudes des épargnants et feraient craindre l'avènement, temporaire sans doute, d'une ère troublée, susceptible de décourager ces derniers.

Cependant, le principe d'une limitation eût pu être utilement posé par le législateur, à la condition d'introduire une plus grande souplesse dans le texte proposé et d'admettre une proportion maximum plus forte, entre le montant des obligations et celui des actions.

D'ailleurs, une situation en partie satisfaisante, s'est créée depuis le développement des Sociétés concessionnaires (d'énergie hydraulique, de services publics)...

Pour elles, le contrôle direct ou indirect de l'État a amené, par l'intermédiaire des cahiers des charges, l'institution de mesures proches de celles proposées.

Aussi, les résultats obtenus dans ce domaine et la nécessité d'une période d'adaptation rendent-ils moins urgent le besoin d'une réforme des émissions d'obligations ; il ne faudrait pas, néanmoins, en perdre de vue l'intérêt, malgré les progrès intervenus depuis le décret-loi, dans l'efficacité de la publicité adressée aux épargnants, pour leur permettre de se rendre compte de la solvabilité des Sociétés émettrices.

Section II. — Les contrôles.

La réglementation des modalités de l'émission revêt un caractère essentiellement préventif ; elle permet, en

cas d'inexécution de ses prescriptions, la mise en jeu de la responsabilité des fondateurs. Mais la sanction apparaît souvent insuffisante pour assurer une observation effective des règles édictées ; c'est pourquoi, le législateur s'est préoccupé de la compléter par des mesures de contrôle sur les opérations mêmes d'émission.

Il importe, en effet, pour accorder aux actionnaires une protection efficace, de soumettre à des vérifications celles d'entre elles qui sont susceptibles de donner lieu à de graves abus.

A deux stades différents, l'activité des émetteurs présente des dangers certains pour l'épargne ; elle est alors l'objet d'un double contrôle, qui peut être considéré, malgré les formes variables qu'il affecte suivant les pays, comme portant sur la consistance du capital social et sur l'emploi des fonds.

§ 1. — CONTRÔLE DE LA CONSISTANCE DU CAPITAL SOCIAL.

La nécessité d'assurer la consistance du capital social a depuis longtemps retenu l'attention des Pouvoirs publics. A cet effet, ils se sont efforcés d'amener les fondateurs à respecter les dispositions légales, en leur imposant un contrôle des souscriptions et des versements et une procédure d'évaluation des apports.

Néanmoins, les résultats obtenus en France ne paraissent pas satisfaisants ; les procédés simplifiés auxquels recourt la législation anglo-saxonne atteignent mieux le but recherché.

Afin d'éviter les souscriptions fictives et les versements simulés, les promoteurs sont assujettis à une déclaration notariée, dans laquelle ils affirment réalisée la souscription

intégrale du capital, et à leur disposition les fonds recueillis par le versement du premier quart.

A cette déclaration doivent être annexés : la liste des souscripteurs, l'état des versements effectués et un exemplaire de l'acte constitutif de la Société.

La formalité de la déclaration notariée ne constitue pas, en fait, une garantie sérieuse. Le législateur avait estimé que la présence du notaire créerait un obstacle moral à la fraude, et que les avis et les conseils d'un officier ministériel réduiraient les irrégularités commises.

La pratique actuelle n'a pas permis la réalisation de ces espoirs. L'intervention du notaire se borne à un simple enregistrement dont le caractère d'authenticité n'entraîne nullement la sincérité des énonciations indiquées. Le notaire n'est pas obligé de vérifier les dires des parties ; une telle vérification serait d'ailleurs illusoire.

Par conséquent, la déclaration de versements et de souscriptions peut être plus ou moins sincère ; la recherche de son exactitude n'incombe pas à l'officier ministériel, qui est simplement tenu de la recevoir et de lui conférer le cachet d'authenticité des actes notariés.

Si le rôle du notaire est purement passif et s'il ne s'assure pas de l'accomplissement des formalités mentionnées devant lui, c'est que la première assemblée générale des actionnaires est chargée de ce soin. Elle s'en acquitte, en général, d'une façon déplorable ; aussi une réforme apparaît-elle nécessaire.

Certains auteurs ont cherché à donner à la déclaration notariée, la force probante attachée aux mentions d'un acte authentique ; certes, la jurisprudence s'est refusée à une telle assimilation, mais les sanctions pénales qui frappent le délit de souscriptions fictives et celui de

versements simulés, s'inspirent d'une semblable idée.

Cependant, l'intervention du notaire ne présente aucune utilité pour rendre sincères les déclarations de souscriptions et de versements.

C'est pourquoi, la Commission d'études législatives en proposait purement et simplement la suppression ; à la déclaration notariée, elle substituait un contrôle plus efficace de la matérialité des versements de fonds.

L'obligation de déposer les fonds représentatifs du premier quart, dans une caisse déterminée, ne laisserait aucun doute sur la réalité des versements ; alors que ceux-ci peuvent, jusqu'à présent, être effectués dans les caisses de la Société, dans celles des fondateurs, ou même dans celles de n'importe quel établissement, pourvu qu'une affectation spéciale des sommes reçues soit établie, le projet de la Commission exigerait leur remise à la Banque de France, avec une liste des souscripteurs et un état de leur versements. Au cas de non-constitution de la Société, les fonds seraient mis à la disposition des souscripteurs, par la Banque elle-même ; au cas de constitution, les administrateurs en prendraient possession.

Des mesures voisines de celles préconisées, sont appliquées en Italie et en Allemagne ; elles ont conduit à un régime satisfaisant dont la France pourrait ainsi se rapprocher ¹.

1. Le décret-loi du 31 août 1937 satisfait au vœu émis par la Commission d'études législatives en complétant la déclaration notariée par un contrôle de la matérialité des versements de fonds.

« Les fonds provenant des souscriptions en espèces sont déposés, pour le compte de la Société en formation, à la Caisse des dépôts et consignations ou chez un notaire, avec la liste des souscripteurs et l'indication des sommes versées par chacun d'eux.

Le retrait des fonds provenant des souscriptions en espèces s'opérera

Les souscriptions fictives et les versements simulés constituent sans doute un danger très grave pour les actionnaires, cependant la fraude qui en résulte apparaît facile à déceler. Au contraire, celle qui peut provenir de l'existence d'actions d'apport n'apparaît pas moins importante, mais elle se prête à une dissimulation qu'il est plus malaisé de découvrir. Les Statuts d'une Société comprennent fréquemment, avec des clauses d'apports en nature, des clauses relatives à des avantages particuliers, c'est-à-dire des clauses qui rompent l'égalité entre associés, au profit de certains d'entre eux ; l'octroi de parts de

sur la signature des administrateurs contre remise du procès-verbal des assemblées constitutives.

En cas de non-constitution de la Société dans un délai de six mois du jour du dépôt du projet des statuts au greffe, tout souscripteur pourra demander en référé au président du tribunal de Commerce la nomination d'un administrateur chargé de retirer les fonds pour les restituer aux souscripteurs, sous déduction de ses frais de répartition.

La souscription et les versements sont constatés par une déclaration notariée.

En cas d'augmentation de capital, la déclaration indique séparément, s'il y a lieu, la part de la souscription réalisée en numéraire et la part réalisée par voie de transformation de créances en actions.

Le notaire se fera représenter les bulletins de souscription et un certificat du dépositaire constatant le versement des fonds.

A la déclaration notariée, sont annexés la liste des souscripteurs, l'état des versements effectués par chaque souscripteur, l'un des doubles de l'expédition de l'acte de société, s'il a été déposé ou passé chez un notaire autre que celui qui reçoit la déclaration. »

La réforme apportée par le décret-loi semble très heureuse ; le blocage des fonds évitera les fraudes des versements simulés et la déclaration notariée celle des souscriptions fictives. Il est peut-être regrettable que le dépôt des fonds puisse s'effectuer chez un notaire, car l'expérience a montré que ces officiers ministériels n'étaient pas à l'abri de toutes les tentations.

D'un autre côté, la procédure de restitution des sommes versées, en cas de non-constitution de la Société, présente l'inconvénient d'être effectuée aux frais des souscripteurs ; ces dépenses devraient incomber aux fondateurs qui auraient dû être astreints à verser une provision pour y pourvoir.

Dans l'ensemble, néanmoins, les nouvelles mesures paraissent susceptibles d'avoir les meilleurs résultats.

fondateurs ou un droit à une répartition plus avantageuse des dividendes.

L'évaluation des apports en nature et l'appréciation des avantages particuliers, peuvent donner lieu à une majoration de la valeur des biens apportés ou des services rendus et cacher ainsi des abus particulièrement dangereux. Un contrôle s'est toujours avéré nécessaire ; il est confié aux assemblées constitutives.

Le manque de compétence de ces dernières, conduit le législateur à prévoir une procédure d'approbation des apports, qui permet d'obtenir une vue objective des faits.

En premier lieu, la délibération de l'assemblée est strictement réglementée ; la loi exige pour le vote des conditions de quorum et de majorité :

1° La moitié au moins du capital social en numéraire doit être représenté ; à défaut de ce quorum, l'assemblée ne peut prendre qu'une décision provisoire ; celle-ci devient définitive lorsqu'elle est approuvée par une seconde assemblée, dans laquelle le quorum nécessaire n'est plus que d'un cinquième du capital en numéraire.

2° Chaque actionnaire, n'eût-il qu'une seule action, a le droit de voter ; afin que l'influence des gros souscripteurs ne soit prépondérante, aucun actionnaire ne peut avoir plus de 10 voix, soit en son nom personnel, soit comme mandataire.

3° D'après une opinion, contestée par certains auteurs qui soutiennent que cette condition n'est exigée que pour la Société en commandite par actions, la validité du vote est subordonnée à l'obtention d'une majorité spéciale, qui doit comprendre le quart des actionnaires et représenter le quart du capital en numéraire.

4° Les associés dont les apports ou les avantages sont

soumis à l'approbation de l'assemblée, n'ont pas voix délibérative.

La Jurisprudence étend cette interdiction à ceux qui sont à la fois apporteurs en nature et actionnaires en numéraire : leur intérêt personnel est, en effet, en opposition avec celui des autres souscripteurs.

La méthode d'évaluation est ensuite déterminée de façon à permettre à l'assemblée d'exprimer une opinion, qui repose sur des bases impartiales.

C'est dans ce but qu'est imposée la tenue de deux assemblées constitutives ; la première fait apprécier la valeur des apports ou la cause des avantages particuliers.

Habituellement, elle nomme des commissaires vérificateurs qui, après s'être informés et éclairés, rédigent un rapport dont la remise doit être faite aux actionnaires cinq jours au moins avant la deuxième assemblée, chargée de se prononcer. Dans ce rapport, les commissaires apprécient la valeur des apports et la comparent avec celle qui leur est attribuée dans les Statuts ; ils agissent de même en ce qui concerne les avantages particuliers.

Malgré l'établissement de ces formalités, les mesures de protection envisagées présentent de nombreuses lacunes qui donnent aux promoteurs la faculté d'échapper à l'application de la loi.

Le mode de vérification des apports soulève, en effet, une double critique qui tient au caractère de l'approbation accordée par l'assemblée constitutive et au rôle joué par les commissaires aux apports.

Le premier reproche se rattache au fonctionnement défectueux des assemblées d'actionnaires, placées sous l'emprise des conseils d'administration ; c'est la conséquence de la pratique abusive des pouvoirs en blanc et

de l'insuffisance des procédés de convocation des actionnaires par les journaux d'annonces légales.

Les fondateurs sont ainsi amenés à exercer une influence prépondérante dans le choix des commissaires et dans le vote des apports. Sans doute, les apporteurs n'ont-ils pas voix délibérante, mais l'interprétation restrictive de cette interdiction par la Jurisprudence, a pour effet de n'exclure chaque apporteur, que du vote de l'approbation de son propre apport. Par suite, les divers apporteurs en nature sont inclinés à apprécier avec bienveillance les apports sur lesquels ils délibèrent, dans l'espoir qu'un service identique leur sera rendu.

Ces inconvénients paraissaient d'autant plus sensibles que les commissaires aux apports, choisis par l'assemblée constitutive et qui auraient dû l'éclairer, s'acquittaient, en général, fort mal de leur mission ¹.

Aucune compétence technique n'était exigée dans leur désignation et l'exécution de leur fonction n'était soumise à aucune règle susceptible de donner quelques garanties aux affirmations du rapport qu'ils publiaient.

Désignés par l'assemblée, ils étaient en réalité subordonnés aux fondateurs et leur contrôle était très souvent purement apparent.

Une telle situation rendait inopérantes les mesures de protection contre les valeurs fictives des fondateurs ; elle montrait la nécessité d'une révision des dispositions légales.

La recherche d'une solution satisfaisante rencontrait cependant certaines difficultés ; il ne fallait pas apporter une gêne excessive au développement des Sociétés ano-

1. Voir Kramata. *La protection de l'épargne dans les Sociétés anonymes*, p. 46.

nymes, pour lesquelles il est parfois nécessaire d'attribuer une valeur déterminée à un apport consistant en espérances : c'est alors aux actionnaires que doit incomber une décision dont ils sont seuls juges.

Devant l'impossibilité de concilier la défense des droits des épargnants et le principe de la souveraineté de l'assemblée générale, les Pouvoirs publics se sont contentés d'une réforme partielle qu'un décret-loi du 8 août 1935 a introduite dans notre législation.

Cette réforme tend à réglementer la fonction de commissaire aux apports en établissant un certain nombre d'incompatibilités ; de cette façon sont écartées du choix de l'assemblée, diverses personnes supposées *a priori* partiales ou complaisantes :

- 1° Les parents ou alliés, jusqu'au 4^e degré, des apporteurs, des fondateurs ou des administrateurs, en cas d'augmentation de capital.
- 2° Les personnes qui reçoivent une rémunération, soit des apporteurs, soit des fondateurs, soit d'une Société souscrivant 10 p. 100 du capital, soit, s'il s'agit d'une augmentation de capital, des administrateurs ou d'une Société ayant une participation au capital d'au moins 10 p. 100.
- 3° Les personnes à qui est interdit le droit d'exercer la profession d'administrateur,
- 4° Le conjoint des personnes précédentes.

Le décret-loi marque un effort intéressant pour résoudre un problème délicat ; sa portée demeure cependant limitée, parce qu'il laisse, en pratique, aux contrôlés le soin d'élire les contrôleurs.

Pour remédier à ce défaut, le législateur français pour-

rait s'inspirer de la législation allemande. Celle-ci soumet les apports et les avantages particuliers à la vérification d'experts étrangers à la Société, désignés par le président de la Chambre de commerce.

Sans adopter entièrement ces dispositions, qui enlèvent tout pouvoir aux assemblées constitutives, il serait intéressant de s'en rapprocher ; l'extension aux commissaires aux apports de la réglementation des commissaires aux comptes parviendrait à un résultat satisfaisant ; de cette manière un commissaire, lorsque la Société fait appel à l'épargne publique, serait obligatoirement choisi sur une liste offrant toute garantie d'impartialité et de confiance ¹.

Le contrôle de la consistance du capital social apparaît donc, en France, nettement suffisant ; à moins de recourir aux méthodes germaniques, et de restreindre l'initiative des sociétés, la disparition des lacunes qu'il comporte, semble difficile à atteindre. C'est la raison pour laquelle en Angleterre, les mesures de contrôle sont restées simplifiées ².

1. Le décret-loi du 31 août 1937 remédie à l'insuffisance de la vérification des apports en adoptant cette proposition. Il décide :

« Dans les Sociétés faisant appel à l'épargne publique, l'un au moins des commissaires aux apports doit être obligatoirement choisi parmi les experts inscrits sur l'une des listes établies par les tribunaux du ressort de la Cour d'appel du siège social. »

2. A la suite des réformes du décret-loi du 31 août 1937, le contrôle de la consistance du capital social est mieux assuré ; mais son efficacité est limitée aux émissions par souscription publique, il peut être éludé, en effet, par le recours au procédé de formation simultanée. Aussi, les reproches adressés au système français de contrôle n'en subsistent pas moins, sous une forme atténuée ; dans leur ensemble, les conclusions qu'ils entraînaient restent fondées : à moins d'apporter des modifications profondes aux principes de notre droit des Sociétés, relatifs à la souveraineté de l'assemblée générale, la protection de l'épargne est essentiellement liée au régime de la publicité légale ; c'est l'évolution de la réglementation de la phase externe de l'émission vers

La situation y apparaît, d'autre part, sensiblement différente. Les conditions d'attribution¹ des actions se ramènent à la réunion, dans les quarante jours de la publication du prospectus, du chiffre de souscriptions nécessaire à la conduite des affaires et à la réalisation du versement minimum (supérieur à 5 p. 100 de chaque action).

Les possibilités de fraude sont également réduites par l'habitude de confier aux Banques le soin de recueillir les versements et les souscriptions.

Dès lors, les Pouvoirs publics préfèrent laisser aux fondateurs une grande liberté, qu'ils tempèrent par un système de publicité très complet ; en contre-partie, ils sanctionnent sévèrement la violation de la loi.

Les procédés de contrôle institués, constituent moins un mode nouveau de vérification, que le complément des dispositions assurant la divulgation des circonstances de l'émission. Dans le mois de l'attribution des actions, les promoteurs doivent déposer un état des versements et des souscriptions auprès du « Registrar », qui en examine la régularité.

Ce rapport comprend deux parties : la première, relative aux actions de numéraire, la seconde, à toutes les autres catégories d'actions.

Les administrateurs ou le secrétaire général sont ensuite assujettis à une déclaration, où ils affirment réalisées les conditions imposées par la loi, avant d'obtenir du « Registrar » le droit de commencer les affaires.

l'institution d'un contrat réglementé de souscription et de vente qui constitue la meilleure garantie des droits du public.

1. Allotment.

§ 2. — CONTRÔLE DE L'EMPLOI DES FONDS.

Les sommes que procure une émission de valeurs mobilières atteignent un montant souvent élevé. Leur utilisation entraîne des risques graves de gaspillage ou de malversation.

Le législateur français ne s'est pas préoccupé spécialement de cette question ; il lui a semblé qu'elle entrerait dans le cadre normal des attributions des assemblées d'actionnaires chargées d'examiner la gestion de la Société. Mais les événements ont montré l'erreur des gouvernants ; la majorité, aux assemblées générales appartient presque toujours au Conseil d'administration, et l'opinion de quelques isolés reste sans influence.

Dans ces conditions le pouvoir de contrôle des actionnaires sur l'emploi des fonds est purement illusoire.

La législation anglaise, attachée à la réglementation de la phase externe de l'émission n'a pas posé, à cet égard, de règles précises. Elles parvient indirectement à une solution satisfaisante en ordonnant la révélation de tous les faits susceptibles d'intéresser les souscripteurs. Le prospectus (voir *supra*) impose, en effet, aux émetteurs l'obligation d'indiquer l'utilisation des sommes à recevoir ; il doit spécifier les contrats importants passés avec les tiers.

La publicité de toutes les circonstances qui entourent la constitution permet de se rendre compte de l'affectation du produit de l'émission.

Ces circonstances font ensuite l'objet d'un débat collectif où sont examinées les conditions dans lesquelles la Société s'est constituée.

C'est le rôle d'une assemblée d'actionnaires, la « *Statutory meeting* », ou assemblée légale qui doit se réunir dans un certain délai (compris entre un mois et trois mois) après le commencement des affaires de l'entreprise.

L'assemblée légale ne ressemble nullement aux assemblées constitutives françaises ; sa mission n'est pas de vérifier et de réviser les appréciations des fondateurs. En général, elle ne se termine pas par un vote d'approbation, elle ne prend une délibération que lorsqu'il lui est proposé une modification à un contrat publié dans le prospectus.

En dehors de cette exception, l'assemblée légale constitue simplement un organe de publicité *a posteriori*. Elle donne l'occasion aux fondateurs de présenter, dans un rapport, un aperçu de l'exécution des opérations constitutives. Les actionnaires engagent alors, une discussion au cours de laquelle leur sont fournis les éclaircissements et les renseignements qu'ils peuvent demander.

La perspective de ce débat incite fortement les fondateurs à constituer la Société dans les conditions correctes.

Ainsi définie, cette assemblée légale s'intègre parfaitement dans le cadre de la loi, qui s'en remet à la publicité du soin d'éviter les violations de ses prescriptions.

L'attitude des Pouvoirs publics se comprend aisément ; ils ont estimé qu'il était vain de confier aux actionnaires la tâche de contrôler les fondateurs, dont l'influence est prépondérante sur les assemblées générales. Ils ont préféré exiger la divulgation sincère des opérations d'émissions et punir sévèrement les infractions aux dispositions légales.

Lorsque le contrôle des actionnaires aboutit à une approbation, il n'accorde, en vérité, aucune garantie ;

dans le cas inverse, il conduit à une nullité de la Société ou à la mise en jeu de la responsabilité des émetteurs, et ouvre la voie aux actions en justice.

Il vaut donc mieux permettre dans tous les cas ces dernières, qui assurent une grande objectivité, et, afin d'éviter les abus, en réglementer l'exercice.

L'exemple de l'Angleterre montre qu'une réglementation cohérente de la phase externe de l'émission est indispensable pour améliorer le système français. Mais, l'utilité d'un contrôle n'en subsiste pas moins ; celui-ci s'accorde avec les habitudes des épargnants français et avec les principes de notre droit.

La nécessité de le rendre efficace conduit à restreindre l'initiative des assemblées d'actionnaires ; la procédure de vérification doit éviter les abus constatés dans celle de l'évaluation des apports.

A cet effet, il est encore possible de se rapprocher de l'exemple du droit allemand qui impose aux promoteurs l'obligation de publier les conditions dans lesquelles la Société s'est formée.

M. Percerou propose dans sa thèse ¹ d'assujettir le Conseil d'administration à rendre un compte spécial dont la loi fixerait le contenu.

Appliqué à trois exercices, ce compte, approuvé par les commissaires aux comptes, devrait indiquer :

- 1° *a.* La nature et le montant des commissions et des avantages quelconques.
- b.* Les sommes perçues et à percevoir.
- c.* Les frais d'émission.

1. Voir Percerou. *Lois actuelles et projets de lois sur les Sociétés par actions*, p. 483.

2° Des informations sur les immeubles et les biens acquis avec le produit de l'émission.

a. La date des contrats.

b. La désignation des vendeurs.

c. La spécification des biens.

d. L'évaluation des sommes payées à chaque créancier et les résultats de la liquidation des contrats.

e. Les avantages retirés par les fondateurs, qui deviendraient inopposables s'ils n'étaient pas dévoilés.

3° Les dispositions précédentes ne s'appliquent pas aux contrats portant sur des sommes inférieures à un certain chiffre (à moins qu'une même personne ne soit le bénéficiaire de plusieurs contrats).

4° Lorsqu'une partie des fonds doit servir à éteindre des dettes antérieures à l'émission, le nom des créanciers, la raison de la dette.

5° Copie au Registre central du Commerce.

L'institution de cette mesure parviendrait aisément à établir une situation satisfaisante ; mais son efficacité est liée à une réforme d'ensemble de la législation des Sociétés. Elle exige un système de publicité légale cohérent et complet et elle limite les prérogatives des assemblées générales que l'usage à révélées incapables de protéger les actionnaires.

L'existence de contrôles, indépendants des actionnaires apparaît d'autant plus nécessaire que s'est développée la pratique de la formation simultanée des Sociétés ; un petit groupe de personnes souscrit la totalité des actions, effectue les formalités légales puis négocie les valeurs une fois la Société constituée.

Dans ce cas, les garanties que la loi accorde aux actionnaires, en ce qui concerne les opérations constitutives, sont illusoires. Le législateur ne s'est intéressé qu'à la formation successive : la Société est représentée comme passant par une phase de croissance, depuis le moment où les fondateurs ont eu l'idée, par appel au public, de créer l'entreprise, jusqu'à celui où cette dernière est réalisée.

L'insuffisance des contrôles actuels, encore plus manifeste dans la première hypothèse, explique la préférence des promoteurs pour ce mode de formation.

Par contre, en Angleterre, l'absence de contrôles de la part des assemblées d'actionnaires et l'importance de la publicité légale, également complète dans les deux procédés de constitution, conduisent à une situation inverse.

C'est pourquoi, la législation doit s'adapter aux réactions de la pratique pour obtenir un système sans fissures. A cet égard, les procédés indirects d'émission, s'ils procurent de nouveaux moyens de tourner les dispositions légales, permettent de compléter la réglementation en vigueur.

CHAPITRE III

RÈGLEMENTATION INDIRECTE DE L'ÉMISSION

Section I. — Intervention de la Bourse.

C'est de la conception que se font ses dirigeants de leur mission et du contrôle auquel la soumettent les Pouvoirs publics que dépend, pour une large part, le rôle primordial joué par la Bourse des valeurs dans la vie économique d'une nation.

Par les facilités qu'elle offre aux capitalistes de négocier leurs titres de façon rapide et sûre, elle constitue le centre le plus important de placement des valeurs mobilières.

Elle trouve alors, dans son organisation, un moyen souple et assuré de garantir les droits du public. Le règlement qu'elle édicte, permet de devancer la législation en vigueur et, dans une certaine mesure, de suppléer aux imperfections de cette dernière.

Elle est donc amenée à exercer sur la protection de l'épargne une influence d'autant plus sensible que son intermédiaire est plus indispensable.

C'est dans le domaine de l'émission que son action est la plus inégale. La structure économique et financière des pays détermine le recours plus ou moins large à son entremise, mais la situation apparaît différente dans les

émissions de valeurs nationales et dans celles de valeurs étrangères.

§ 1. — VALEURS ÉTRANGÈRES.

La Bourse tient une place prépondérante dans l'introduction en France de titres de Sociétés ou d'Etats étrangers. C'est pourquoi, la question des émissions de valeurs étrangères se trouve examinée maintenant; néanmoins, le placement direct dans le public par les établissements de crédit est parfois utilisé, aussi convient-il d'envisager le problème dans son ensemble, avant de l'étudier dans le cadre plus étroit de la réglementation en Bourse.

Conforme aux principes du Droit international privé, la Jurisprudence¹ n'impose aux Sociétés étrangères l'obligation de suivre les lois françaises, que dans la mesure où ces lois intéressent la police et la sûreté.

Une telle distinction a pour conséquence de ne pas soumettre à la loi de 1867 les émissions de titres étrangers. Celles-ci ne sont donc pas astreintes à la réglementation de la phase interne de l'émission, tandis qu'au contraire, elles sont assujetties aux formalités de la publicité légale. L'insuffisance de ces dernières entraîne des conséquences d'autant plus graves qu'elles deviennent alors, les seules mesures prises pour défendre les futurs actionnaires.

Les termes dont se servent les prospectus étrangers sont, en effet, de nature à induire en erreur l'acquéreur français. Certaines législations, notamment la législation anglaise, admettent la circulation d'actions qui ne répondent pas à la conception de la loi française.

1. *Gazette des Tribunaux* (30 août 1874) et *Recueil périodique Dalloz*, 86. 1. 153.

Sous une forme voisine, des clauses nationales et étrangères se réfèrent à des situations absolument différentes, qui sont prises dans le sens usuel par l'épargnant français.

Seule une réforme de la publicité, développant la théorie du contrat, pourrait éviter ces dangers ; l'acquéreur doit être placé dans les conditions voulues, pour qu'il traite en connaissance de cause : l'obligation d'un bulletin d'achat ou de souscription, rédigé en termes clairs et ne prêtant pas à confusion pour un Français, permettrait de parvenir au résultat cherché. C'est d'ailleurs ¹ dans cette voie que s'oriente, sous l'influence du Droit anglais, la législation actuelle.

Depuis longtemps, cependant, l'attention des Pouvoirs publics a été attirée par les émissions de valeurs étrangères ; faute d'une réglementation d'ensemble, applicable à toutes les Sociétés, l'Etat s'est préoccupé de trouver une solution partielle, en recourant à des lois d'exception.

A cet effet, il a trouvé dans l'organisation de la Bourse un moyen indirect de contrôle, qu'il a complété par un décret du 7 février 1880.

En vertu de ce décret, le ministre des Finances pouvait toujours interdire la négociation, en France, de valeurs étrangères. En outre, étaient établies diverses restrictions à l'admission à la cote, qui permettaient, en fait, au Gouvernement d'exiger directement ou par l'intermédiaire de la Chambre syndicale des Agents de change, l'accomplissement de formalités complémentaires.

Un semblable système présentait l'inconvénient de

1. Voir *supra*, chapitre 1.

laisser entièrement libre le placement direct dans le public.

Un grand nombre de valeurs sud-américaines, dont l'introduction en Bourse avait été refusée, avaient ainsi réussi à être facilement placées par les Banques.

Il fallait donc étendre à tout placement étranger, la nécessité d'une autorisation du ministre des Finances.

Ce fut l'œuvre d'une loi de 1916, qui poursuivait un but nettement différent ; son objet était d'éviter que les détenteurs de capitaux ne soient sollicités pour des placements qui ne correspondaient pas aux besoins de la Défense nationale.

La loi du 31 mai 1916 interdisait en France l'émission, l'exposition, la mise en vente, l'introduction sur le marché, de valeurs françaises et étrangères, excepté les fonds d'Etat français. Il ne pouvait être dérogé à cette prohibition que par un arrêté du ministre des Finances.

Cette loi de guerre fut modifiée le 31 décembre 1920 ; la restriction n'était maintenue que pour les titres étrangers.

Depuis, en dehors de quelques emprunts d'États étrangers souscrits avec la garantie de l'Etat français, les placements de valeurs étrangères n'ont plus lieu pratiquement qu'en Bourse, dont les décisions de la Chambre syndicale sont soumises ainsi, à l'autorité du Gouvernement.

La disposition en vigueur, jusqu'à une date récente, répondait à un esprit absolument distinct de celui de la loi de 1916. Elle présentait le grand intérêt de poser le problème de l'intervention de l'Etat dans les émissions de valeurs mobilières.

Le législateur ne fixe plus des règles de droit, il subordonne à une autorisation administrative, l'exercice de

certaines activités. La question de l'autorisation gouvernementale a provoqué de nombreuses discussions. Le Gouvernement doit, certes, prendre les précautions indispensables au respect des intérêts de ses nationaux. Il est mieux placé que les particuliers pour apprécier la réalité et la solidité des entreprises étrangères qui font appel à l'épargne française. Mais cette autorisation offre le grave défaut de conférer un cachet officiel, susceptible, auprès des souscripteurs éventuels, de revêtir l'aspect d'une garantie de l'Etat.

Ce dernier, l'expérience l'a prouvé, n'est pas à l'abri d'une erreur ni même d'une faute ; sans doute l'évolution économique le conduit à prendre une place de plus en plus importante dans la vie de la nation, néanmoins, dans le cas particulier des émissions de valeurs étrangères, il a préféré revenir à un régime où sa participation soit plus effacée.

La portée de cette détermination ne doit pas être exagérée. Elle ne préjuge pas de l'éventualité d'une emprise des Pouvoirs publics sur les émissions de valeurs mobilières, elle résulte simplement de l'insuffisance des moyens dont dispose le ministre des Finances pour apprécier avec précision les titres des Sociétés étrangères.

Dans ce but, un arrêté du 23 septembre 1933 établit une distinction entre les valeurs de Sociétés et celles d'Etats ou de collectivités publiques. Le régime antérieur de l'autorisation préalable n'est maintenue que pour les titres des fonds d'Etats et des collectivités publiques étrangères. La question de l'admission à la cote ou du refus d'admission de certains fonds d'Etats n'est pas indifférente à la politique générale du pays.

Par contre, en ce qui concerne les valeurs des Sociétés

étrangères, le ministre des Finances a délégué son pouvoir de cotation et d'introduction en France à un comité, le comité central de la Bourse, composé de la manière suivante :

Le syndic de la Compagnie des Agents de change près la Bourse de Paris, président.

Deux agents de change près la Bourse de Paris.

Le syndic d'une Compagnie d'agents de change près une Bourse de province.

Le président du Syndicat général des banquiers en valeurs, près la Bourse de Paris.

Le président de l'Association nationale des porteurs français de valeurs mobilières.

Le délégué général de la Fédération des porteurs de valeurs mobilières.

Le ministre des Finances conserve seulement un droit de veto. Son intervention, sous une forme désormais plus réservée, s'exerce à l'occasion des rapports qui existent entre la Bourse et le Mouvement général des fonds, chargé de la gestion de la Trésorerie.

C'est donc aux autorités de la Bourse qu'il appartient d'imposer aux émetteurs étrangers l'accomplissement de formalités susceptibles d'accroître les garanties des épargnants.

A ce point de vue, l'organisation de la Bourse de Paris comprend un marché officiel, le Parquet, et un marché libre, le marché en Banque ¹.

La sévérité plus grande du premier, dans le choix des valeurs admises à la cote, a pour effet de confier au second

1. A côté et en dehors du marché en Banque, se trouve le marché hors cote qui n'est pas assujéti, par une tolérance de l'Administration, à la loi de 1916.

le soin d'introduire la majeure partie des titres étrangers.

C'est pourquoi, le règlement appliqué aux émissions de ces derniers par le Syndicat des Banquiers en valeurs, est plus strict ; les agents de change préfèrent attendre, avant de l'agréer, qu'une valeur ait fait ses preuves et qu'elle ait, en général, figuré quelque temps à la coulisse.

Dès lors, les renseignements exigés pour l'admission à la cote du marché en Banque sont plus étendus ; ils constituent le seul moyen d'éviter les introductions abusives. Aussi est-il intéressant d'en préciser le texte :

- 1° Demande d'inscription et questionnaire remplis.
- 2° Deux exemplaires des Statuts mis à jour ;
- 3° Fournir, suivant la législation sous laquelle fonctionne le Société : procès-verbaux d'assemblées constitutives ou certificat d'incorporation, certificat de coutume, décret d'autorisation..., certifiés conformes aux lois et usages de leur pays d'origine, par le représentant officiel en France de l'Etat où la Société a été créée — exemplaire imprimé du rapport des commissaires chargés de vérifier les apports, s'il y en a eu ;
- 4° Exemplaire du Journal d'Annonces légales, publiant les Statuts, les assemblées générales, constitutives et les avis d'appel de fonds pour la libération des titres ;
- 5° Exemplaire du *B. A. L. O.*, contenant les insertions exigées par la loi du 30 janvier 1907 et le dernier bilan paru au moment de la demande ;
- 6° Exemplaire du *Journal Officiel*, publiant l'avis d'abonnement au timbre, des titres de la Société ;

- 7° Nom, fonctions et adresses des administrateurs ;
nom des commissaires aux comptes ;
- 8° Spécimen annulé des titres ;
- 9° Attestation par la Société que tous les titres dont elle demande l'inscription, portent le même numéro de coupon à détacher et ont la même jouissance, ou indication des différences, s'il en existe dans leurs droits respectifs ; indication des Bourses étrangères où les valeurs sont cotées ;
- 10° Attestation soit par une Banque ayant une succursale à Paris, soit par les introducteurs, que les titres ont été créés et émis régulièrement suivant les prescriptions des Statuts de la Société ;
- 11° Liste des souscripteurs, avec indication du nombre de titres respectivement souscrits par chacun d'eux ; justification de la libération du capital ; date à laquelle les titres émis ont été remis aux souscripteurs ;
- 12° Dix exemplaires du prospectus d'émission ;
- 13° Derniers bilans et comptes rendus in extenso des assemblées générales qui ont été tenues (s'il n'y a pas encore eu de bilan, un état de la situation active et passive) ;
- 14° Exposé général résumant la situation de l'affaire depuis son origine ;
- 15° Lettre de la banque désignée pour le service à Paris des titres et des coupons, confirmant qu'elle accepte de se charger de ce service ;
- 16° Copie de la lettre de l'Enregistrement agréant un représentant responsable pour l'abonnement au timbre, des titres formant la totalité du capital ;

- 17° Copie de la lettre du Comité central de la Bourse autorisant l'introduction (ou du Ministre, si ce sont des fonds d'État ;
- 18° Engagement à prendre par la Société ;
- 19° Le capital négociable libéré doit s'élever à un montant supérieur à un million de francs.

Aux mesures de caractère fiscal, des atténuations ont été apportées depuis une loi de juillet 1929. Le régime de l'abonnement était, jusqu'alors, considéré comme très onéreux et beaucoup de Sociétés étrangères refusaient d'en accepter les frais ; le marché se trouvait abandonné par les titres des Sociétés les plus sérieuses. Pour remédier à cette situation, une loi de juillet 1929 a autorisé l'admission des valeurs étrangères non abonnées.

Les conditions imposées par la Chambre syndicale ont pour conséquence d'améliorer nettement le système des émissions de valeurs étrangères. Le contrôle du comité central de la Bourse et l'influence du Mouvement général des Fonds, concourent à offrir une meilleure garantie aux épargnants. Néanmoins, les informations exigées ne sont pas suffisamment étendues pour amener la disparition des lacunes du régime de la publicité légale. Elles apparaissent plutôt comme un palliatif dû à l'action de l'État, sur le grand service public que constitue la Bourse.

§ 2. — VALEURS NATIONALES.

Le rôle qui incombe à la Bourse dans les émissions de valeurs françaises, apparaît beaucoup plus restreint.

D'une part, la Chambre syndicale préfère attendre qu'une Société ait justifié, par son fonctionnement, la

confiance qu'elle lui accorde en en admettant les titres à la cote.

D'autre part, le recours aux Banques offre la possibilité de se passer de son entremise, dans les circonstances où une telle intervention serait utile. Les augmentations de capital, l'écoulement des titres souscrits par les fondateurs ou par un syndicat sont sans doute facilités par son existence ; ils peuvent néanmoins, utiliser des procédés qui ne conduisent pas à son intermédiaire. Aussi l'organisation de la Bourse exerce-t-elle une influence réduite sur la protection de l'épargne.

C'est une des raisons qui expliquent la sévérité relativement faible du règlement du marché de Paris.

Un grand nombre de placements échappent au contrôle de ses dirigeants et le rendent inefficace. Cependant, le problème de la réorganisation de la Bourse présenterait une importance essentielle, parce que le classement des valeurs dans le public s'y opère habituellement.

Alors que le marché de Paris se trouve privé du placement des valeurs à l'émission, les Bourses anglo-saxonnes attirent à elles la plupart de ces dernières.

A cette occasion, elles soumettent la pratique à un contrôle effectif, qui a pour but d'assurer la garantie des droits du public.

La réglementation imposée par les autorités du Stock Exchange apparaît très souple ; elle s'adapte aux diverses situations que les réactions suscitées par l'application des textes législatifs et réglementaires, peuvent entraîner.

La méthode employée s'est révélée excellente. Elle consiste à compléter par une procédure spéciale d'admission, l'étendue des justifications exigées.

La procédure d'admission prévue pour les entreprises

récemment formées ou étrangères est un trait caractéristique du système anglais. Avant d'admettre leurs valeurs à la cote, le comité de cotation accorde aux Sociétés un « *Special settlement day* » où se résoudront les diverses opérations antérieures à l'émission.

Ce « *settling day* » est nettement distinct de l'échéance habituelle des opérations de Bourse. Avant sa fixation, aucune opération effectuée sur les titres de ces entreprises ne peut s'exécuter au marché. De cette façon, se trouvent écartées les manœuvres d'étranglement ou de cotation fictive. L'octroi du « *special settlement day* » est subordonné à l'existence d'un marché libre ; il peut donc être refusé si cette condition n'est pas réalisée.

Dans ce cas, les contrats conclus sous la condition que soit fixé le « *settling day* » ne peuvent se dénouer. Les souscripteurs, les *underwriters* sont libérés de leur engagement.

L'institution du « *special settlement day* » permet aux dirigeants de la Bourse de vérifier les opérations d'émission et de constitution et de s'assurer de leur régularité. Ce droit de regard revêt une importance accrue par l'existence des formalités que doivent accomplir les promoteurs à l'appui de leur demande.

Les mesures édictées poursuivent un double but : elles renforcent la sécurité des actionnaires dans le fonctionnement de la Société et elles évitent que la Bourse offre aux émetteurs un moyen de tourner les dispositions légales.

Le comité du *Stock Exchange* cherche d'abord à restreindre les pouvoirs du Conseil d'administration ; de cette façon il limite la liberté des fondateurs.

C'est ainsi qu'il exige que les administrateurs s'engagent à souscrire un certain nombre d'actions ; que les

oppositions d'intérêts entre actionnaires et administrateurs soient réglées de manière à sauvegarder les droits des premiers ; que le pouvoir d'emprunter du Conseil soit fixé à un chiffre raisonnable ; que les obligations des underwriters et des sub-underwriters soient effectives ; que les actions d'apport ne puissent être négociées pendant six mois.

Il s'est ensuite intéressé à la formation simultanée des Sociétés. L'obligation du prospectus ne s'applique pas, en effet, aux Sociétés dont les actions sont souscrites d'une manière privée, sans appel à l'épargne. Certes, le placement ultérieur dans le public est assimilé par la loi à une émission publique, mais l'introduction des titres en Bourse n'est soumise qu'au règlement du Comité.

En général, ce dernier impose l'obligation de publier dans deux journaux un prospectus aux mentions réduites, « pour l'information ¹ » ; son objet est de donner une certaine publicité à la demande d'admission à la cote et nullement d'inviter à souscrire.

Aussi, pour rendre sans fissures le système de publicité légale et éviter les fraudes de la création simultanée des Sociétés, que l'existence du Stock Exchange avait favorisées un moment, il fallait, lorsque le prospectus prévu par la loi n'a pas été publié, accroître l'étendue des divulgations du prospectus « pour l'information ». C'est pourquoi, modifié à la suite d'un grand nombre d'abus, le règlement exige qu'en une telle circonstance, soient publiés, dans au moins deux journaux, un certain nombre de renseignements, parmi lesquels :

1^o Les modalités de l'émission.

1. For information only.

- 2° Les détails des commissions payées à l'occasion de l'émission ou de la vente des actions.
- 3° Le nom et la qualité des underwriters, les particularités du contrat d'underwriting.
- 4° Les options qui existent sur une partie du capital, la raison de leur existence.
- 5° Une déclaration certifiée exacte par les commissaires ¹ aux comptes s'appliquant aux deux derniers exercices et comprenant l'état des souscriptions et des versements, les dividendes payés.

La sévérité de ces prescriptions a été rendue indispensable par les scandales financiers de 1928 et 1929. Depuis leur institution, les introductions abusives ont pratiquement disparu : les fondateurs préfèrent le régime du prospectus légale au système de publicité du Stock Exchange.

Les mesures édictées par celui-ci renchérissent sur la rigueur des lois existantes et remédient à leurs insuffisances. Le problème de l'underwriting n'a pas été résolu d'une façon satisfaisante par le législateur ². Le contrôle du comité de cotation qui s'applique, non seulement aux underwriters, mais encore aux sub-underwriters pallie, dans une large mesure, l'imperfection de la législation en vigueur.

Le Stock Exchange prend même souvent l'initiative de réformes que les Pouvoirs publics adopteront ultérieurement. Il limite, par exemple, la capacité d'émettre des obligations.

C'est pourquoi, la Bourse de Londres tient une place

1. Auditors.

2. Voir *infra*, section II.

prépondérante dans la protection de l'épargne ; elle complète efficacement l'œuvre législative, alors qu'un semblable résultat est loin d'être atteint en France.

Section II. — Réglementation des opérations syndicales.

L'existence des Syndicats d'émission répond à une nécessité économique ressentie par la plupart des nations. Mais lorsqu'ils cherchent à accroître leurs profits au détriment des actionnaires ou à échapper aux risques qu'ils sont supposé assurer, leurs pratiques font courir de graves dangers à l'épargne. Sans altérer la forme des opérations d'émission, ils apportent aux conditions de leur exécution des modifications profondes et diminuent, par suite, la sécurité à laquelle pouvait s'attendre le public.

Malgré l'intérêt d'une intervention législative, les Pouvoirs publics ont refusé d'envisager dans son ensemble le problème des Syndicats d'émission ; ils ont manifesté une certaine répugnance à son égard et ont préféré s'en remettre à la jurisprudence du soin de résoudre les difficultés qui pouvaient résulter de leur abstention.

La législation anglaise, parfaite sur d'autres points, s'est limitée à des mesures fragmentaires, qui eussent paru efficaces dans les pays continentaux, mais qui ont été rendues insuffisantes par l'organisation syndicale particulière¹ de cette contrée.

L'attitude du législateur peut s'expliquer par le désir de ne pas conférer aux Syndicats d'émission un statut légal et par la volonté de les assujettir aux règles du Droit commun ; elle soulève la question de leur légalité en regard de la législation existante et laisse subsister les abus qu'

1. Voir *supra*, 1^{re} partie, p. 95 et 72.

n'ont pu éviter les efforts de la pratique et de la jurisprudence pour les intégrer dans les institutions propres à chaque pays.

Les Pouvoirs publics se sont, dans presque toutes les nations organisées, préoccupé de la puissance que l'évolution du capitalisme donnait aux ententes économiques ; d'un pouvoir excessif, pouvait résulter une action préjudiciable à la liberté du commerce et de l'industrie. C'est pourquoi, ils ont réprimé les agissements contraires au libre jeu des lois naturelles.

Comme l'action syndicale a pour conséquence de concentrer une partie des titres qui sont l'objet de l'émission, il y a lieu de se demander si elle n'entre pas dans le domaine d'application des textes législatifs édictés à cette occasion.

En France, l'article 419 du Code pénal vise expressément, depuis sa modification par la loi du 3 décembre 1926, la hausse ou la baisse artificielle des effets publics ou privés ; il met fin à une controverse doctrinale qui s'était développée à une époque où le libellé ne comprenait pas les effets privés.

Cependant les conditions de la création d'une Société rendent inévitable la concentration de ses titres. Au moment de la formation d'une entreprise, les fondateurs détiennent la totalité des actions ; aussi, la concentration des titres, envisagée en elle-même a-t-elle un caractère licite que l'intervention d'un syndicat ne lui fait pas perdre.

Dès lors la validité de celui-ci dépend de la nature de ses opérations ; si les pratiques auxquelles il se livre tendent à lui procurer un gain anormal, qui n'est pas le résultat du jeu de la loi de l'offre et de la demande, elles

sont frappées par les sanctions de l'article 419 qui met en jeu la responsabilité des syndicataires mais qui n'interdit nullement le recours à son intermédiaire.

Son utilité économique commandait une solution que les législations étrangères ont également adoptée. C'est ainsi que les tribunaux américains se sont refusé à appliquer aux syndicats financiers la loi antitrust¹, dont la généralité des termes permettait une semblable interprétation.

Quel que soit le procédé de constitution employé par les promoteurs, ceux-ci font habituellement supporter le risque d'émission par un groupement financier ; mais l'intervention de ce dernier apparaît différente dans les deux modes de formation : en cas de fondation successive, le public est appelé à concourir à la constitution de l'entreprise, tandis qu'en cas de fondation simultanée, il ne joue pratiquement aucun rôle.

Cette seconde hypothèse semble donc la plus dangereuse ; c'est la raison pour laquelle elle a retenu l'attention du législateur anglais.

Celui-ci a pensé concilier de cette façon, la nécessité de protéger le public, avec le souci de ne pas réglementer les opérations syndicales.

Il s'est surtout préoccupé d'instituer un système de publicité légale, parfaitement adapté aux deux modes de formation ; dans ce but, il a posé le principe de l'assimilation d'une vente à une émission et édicté les règles que nous avons rencontrées dans l'étude de la phase externe de l'émission.

La rigueur des dispositions élaborées explique, pour

1. Sherman Act.

une large part, la faveur qui reste attachée au mode de constitution successive ; les promoteurs ne peuvent, en effet, escompter échapper à l'application de la loi en utilisant le procédé de constitution simultanée.

Mais la méthode anglo-saxonne n'a pas apporté une solution au problème des syndicats d'émission. Les conventions syndicales ne sont soumises à aucun cadre réglementaire, et leur exécution donne lieu à un grand nombre d'abus qui tiennent au régime de l'*underwriting*.

Elle marque, néanmoins, un effort intéressant que le législateur français n'a même pas accompli. Celui-ci ne s'est nullement intéressé aux syndicats d'émission dont le terme ne figure pas dans la loi de 1867.

C'est l'évolution jurisprudentielle qui a trouvé le moyen d'appliquer les dispositions légales à la formation simultanée et à l'intervention d'un syndicat. Toutes les règles relatives à la constitution d'une Société anonyme restent en vigueur ; elles permettent de mettre en jeu la responsabilité des syndicataires et, dans certaines circonstances de prononcer la nullité des opérations.

Les prescriptions impératives de la loi sur les Sociétés s'intègrent dans l'acte syndical et en limitent étroitement la portée. Aussi, est-ce dans la mesure où ils assurent la régularité de la constitution de la Société que les engagements des syndicataires découlent des clauses syndicales.

Malgré l'œuvre jurisprudentielle, œuvre essentiellement repressive, les opérations syndicales sont restées la source de nombreuses fraudes. Elles donnent un caractère de gravité particulière ¹ aux lacunes de la législation

1. Voir *supra*, chapitres I et II.

française et rendent pratiquement inopérantes les mesures prises pour protéger l'épargne.

Le procédé de création simultanée est même directement favorisé par le législateur : la vérification des apports en nature n'est pas nécessaire quand le capital social n'est composé que d'apports en nature, appartenant en indivis aux apporteurs ; ceux-ci peuvent facilement recourir à une augmentation de capital ultérieure ou à une émission d'obligations et échapper, de cette manière, à l'application de la loi.

Les remèdes ont été examinés dans les chapitres précédents ; ils consistent à assujettir la fondation simultanée d'une entreprise à des règles strictes de publicité et de contrôle, supprimant les avantages qu'elle présentait sur la fondation successive. La situation apparaîtrait alors nettement améliorée ; cependant les difficultés qu'entraîne le refus des Pouvoirs publics, de fixer le Statut des Syndicats d'émission, n'en subsisteraient pas moins.

Les dangers des pratiques syndicales tiennent en effet, à la nature des syndicats. Interposés entre les fondateurs et le public, ces derniers recherchent le plus grand profit, d'une activité qui ne leur demanderait que le plus faible risque.

Le Companies Act de 1929 a sans doute limité les bénéfices, que peuvent retirer les intermédiaires du placement des actions, à 10 p. 100 de leur montant ; encore, cette disposition ne s'applique-t-elle pas aux émissions d'obligations ni aux émissions au-dessus du pair.

Mais la législation française n'a prévu aucune mesure semblable, dont l'adoption s'avérerait indispensable pour éviter les spoliations dont sont parfois l'objet les entreprises en formation, de la part de groupements financiers puissants.

Le public, d'autre part, n'est pas averti des prélèvements effectués par les intermédiaires qui ont promis leur concours pour la constitution de la Société. Ce prélèvement peut soulever des contestations dont le prospectus amènerait la disparition, en le portant à la connaissance des intéressés et en l'intégrant dans le contrat de Société.

Pour assurer la sécurité des tiers, la jurisprudence a construit, à partir de la règle du versement du quart, un système qui est loin de procurer les mêmes garanties. La solution de la Cour de cassation est d'ailleurs plus restrictive que celle des Cours d'appel ¹.

Elle exige que le produit du versement du quart soit à la disposition de la Société, au moment de sa constitution définitive et que jusqu'alors, il ne soit en aucune façon hypothéqué par les commissions de placement.

Les Cours d'appel apparaissent plus libérales et admettent que la rémunération des intermédiaires entre dans les frais de premier établissement auxquels peuvent être affectés les fonds obtenus par le versement du quart, sous la réserve que ce dernier soit sérieux et effectif.

La question des commissions de placement concerne plus les syndicats de garantie que ceux de prise ferme. Les uns recourent à la création simultanée de l'entreprise et écoulent les titres au-dessus de leur prix d'achat, les autres sont rémunérés par les promoteurs du risque qu'ils garantissent.

La réglementation de la fondation simultanée des Sociétés qu'il serait souhaitable que la France adoptât, restreint les abus des premiers, certes les plus importants, elle reste sans influence sur les seconds.

1. Voir Tchernoff. *Syndicats financiers*, p. 175.

Les prélèvements effectués par ceux-ci sont quelquefois excessifs ; il est facile de leur fixer un pourcentage maximum analogue à celui du Companies Act.

Mais c'est quand ils sont incapables de tenir leurs engagements qu'ils donnent lieu à la fraude la plus grave.

La méthode répressive est alors souvent inefficace, les fondateurs et les actionnaires étant également lésés.

La meilleure garantie provient de l'organisation financière du pays. L'intervention des Banques dans les émissions continentales procurent aux épargnants une sécurité qu'ils n'ont pas dans les émissions anglo-saxonnes.

Le caractère défectueux du système de l'underwriting¹ a cependant attiré l'attention des Pouvoirs publics ; ils se sont aperçus que la trop grande liberté laissée aux émetteurs, facilitait les agissements préjudiciables à l'épargne.

C'est pourquoi, ils ont exigé la réunion d'un chiffre minimum de souscriptions et la libération des actions, dans une proportion supérieure à 5 p. 100.

De cette façon, ne pouvaient plus se constituer des Sociétés au capital insuffisant : la défaillance des underwriters entraînait l'échec de la constitution de l'entreprise ; les frais en incombait aux seuls promoteurs, qui étaient ainsi amenés à une plus grande circonspection dans le choix des underwriters. La législation se rapprochait du Droit français dont elle adoptait, en l'assouplissant, la règle de la souscription intégrale du capital.

Malheureusement, les pratiques commerciales allaient rendre inopérantes ces prescriptions : en contre-partie de l'engagement des sub-underwriters, les fondateurs ont l'habitude de recevoir un chèque, pour lequel n'existe pas

1. Voir *supra*, 1^{re} partie.

l'obligation française de la provision préalable. Dès lors, les actions pouvaient être attribuées à des sub-underwriters qui avaient donné un chèque d'un montant hors de proportion avec leurs facultés ; il était ensuite impossible de revenir sur cette attribution.

La nécessité d'une réforme est apparue avec les scandales financiers de 1928 et 1929.

Elle est rendue difficile par la procédure d'attribution des actions ; les usages commerciaux et le règlement du Stock Exchange imposent l'obligation de réaliser celle-ci en une seule fois, afin d'empêcher la fraude de ceux qui attendraient, pour souscrire, le résultat de l'émission.

Une telle disposition ne permet pas d'ajourner, dans l'attente d'une vérification de leurs chèques, l'attribution des actions aux sub-underwriters.

Le Comité Mac Millan, chargé de la question de l'underwriting, a considéré que sa solution ne pouvait résulter que d'une transformation de l'organisation financière de la nation. Il proposait la création de Banques spécialisées, à qui serait confié le soin de participer au lancement des entreprises industrielles et de garantir la réussite des émissions.

Les mesures préconisées par le Comité Mac Millan ne pourront être réalisées que dans un avenir lointain ; il y a, sans doute, une tendance vers la recherche d'une formule de placement par les Banques, mais la structure financière et économique de l'Angleterre rend malaisé un changement immédiat du système d'émission.

C'est aux conventions syndicales que le législateur devrait plutôt s'attacher ; elles sont, en effet, à l'origine de tous les abus constatés : le public est induit en erreur par les contrats d'underwriting qui figurent dans le pros-

pectus ; ils ne comprennent pas les engagements des sub-underwriters, souvent sans crédit, qui se sont substitués à ceux des underwriters, puisque ces arrangements sont étrangers à la Société. C'est ainsi une garantie purement fictive que ces derniers assurent aux souscripteurs.

Le Comité du Stock Exchange a compris le danger que présentaient les clauses syndicales ; il en exige la révélation et examine soigneusement les contrats qui interviennent entre les underwriters et les sub-underwriters.

Les Pouvoirs publics devraient donc, suivant l'exemple de la Bourse, s'orienter vers l'établissement d'une réglementation des opérations syndicales. Ils pourraient à cet effet, s'inspirer des propositions de l'Association des « Chartered Accountants ¹ ».

1° La convention d'underwriting doit être un contrat de pleine garantie.

L'engagement des underwriters ne serait plus remplacé par celui des sub-underwriters, il le compléterait.

2° La désignation des sub-underwriters doit être approuvée par la Banque qui accepte des recevoir les souscriptions ; le choix serait alors plus sérieux.

3° Le contrat d'underwriting doit être un contrat-type, accordant une plus grande sécurité aux actionnaires.

Cette dernière disposition semblerait susceptible d'avoir les meilleures conséquences ; elle permettrait d'éviter, entre autre, les pratiques qui conduisent à surcapitaliser une affaire pour accroître les profits des syndicats.

Malheureusement, son élaboration s'avère difficile à

1. Experts comptables de grande valeur professionnelle.

moins de confier aux Pouvoirs publics le contrôle des opérations syndicales.

C'est sous cette forme, opposée d'ailleurs aux habitudes des Anglo-saxons, qu'elle est présentée par certains auteurs français comme un remède aux abus de l'action syndicale.

Son adoption soulèverait de nouveau le problème de l'intervention de l'Etat dans les émissions de valeurs mobilières et ne pourrait résulter que d'un ensemble de mesures édictées dans cette intention.

En définitive, les Syndicats d'émission sont restés en dehors de toute réglementation ; ils donnent aux lacunes de la législation leur véritable signification et leur confèrent une importance qu'elles ne présenteraient pas autrement.

C'est pourquoi, l'efficacité de la législation anglaise a pour effet de restreindre les inconvénients de l'action syndicale à ceux inhérents à la nature même de cette dernière.

Au contraire, l'imperfection du système français aggrave les dangers des opérations syndicales ; mais leur caractère, sous l'influence de l'organisation financière du pays, est heureusement beaucoup plus sain.

TROISIÈME PARTIE

RESPONSABILITÉ

L'efficacité d'une réglementation provient de la sanction de ses prescriptions.

En premier lieu, les fondateurs de la Société encourent les plus lourdes responsabilités à la fois civile et pénale, dont l'étude fera l'objet du premier chapitre de cette troisième partie.

Interviennent ensuite, dans les opérations d'émission d'autres personnes dont le rôle est moins nettement défini et la responsabilité plus difficile à mettre en jeu. Ce sont les intermédiaires entre les fondateurs et le public : une place particulière doit être accordée aux syndicats d'émission dont il convient d'envisager plus spécialement la responsabilité, avant celle des autres intermédiaires que l'on a cherché à atteindre solidairement afin d'assurer la réparation du préjudice subi par l'épargnant lésé.

CHAPITRE PREMIER

RESPONSABILITÉ DES FONDATEURS

Section I. — Responsabilité civile.

Les pratiques auxquelles se livrent les fondateurs, lors d'une émission de valeurs mobilières, peuvent causer un préjudice sérieux aux actionnaires. Ceux-ci poursuivent la réparation du dommage subi, par la mise en jeu de la responsabilité civile des promoteurs.

Mais l'appréciation de cette dernière, dépend de la nature juridique que lui confère la législation d'un pays. Deux systèmes de réglementation ¹ des Sociétés peuvent, en effet, se concevoir, l'un s'attachant à l'idée de contrat, l'autre à la notion de personne morale.

La Société peut d'abord être envisagée comme un groupement de capitaux et de personnes unies par un contrat d'association. Le législateur s'est, en général, refusé à laisser régir ce dernier par le principe de l'autonomie de la volonté. La nécessité de protéger l'épargne l'a conduit à prévoir la rédaction d'une convention collective englobant les divers contrats particuliers de souscription.

Il exige, alors, l'insertion de clauses destinées à sauve-

1. Voir Tchernoff. *Droit pénal fin*, t. I, p. 54.

garder les intérêts du public et leur reproduction dans les prospectus qui sollicitent les épargnants.

Dès lors, les mentions de l'acte de Société doivent rappeler celles du prospectus, de sorte que l'offre de souscription et son acceptation par l'associé concourent à former un contrat précis que concrétise le bulletin de souscription rendu obligatoire par la loi.

Une conception opposée peut, d'un autre côté, se présenter à l'esprit du législateur. Elle accorde à la personnalité morale de la Société, distincte de celle de ses membres, un caractère prédominant. La constitution de la Société amène la création d'un être moral : il incombe aux Pouvoirs publics d'en délimiter les conditions de la naissance et du fonctionnement. Il s'ensuit que l'organisation par l'Etat, des modalités de la formation de la Société exclut toute idée de contrat.

Les conséquences qui découlent de l'adoption de l'un ou l'autre de ces systèmes sont donc nettement différentes ; en vérité, les lois sur les Sociétés s'inspirent à la fois de ces deux thèses, cependant, sous l'influence des principes juridiques en faveur dans chaque pays, la seconde l'emporte en France, la première prévaut en Angleterre. A l'opinion exprimée par le législateur correspond, dans un cas, une responsabilité contractuelle, dans l'autre, une responsabilité délictuelle.

§ 1. — RESPONSABILITÉ CONTRACTUELLE.

L'effort législatif anglais s'est surtout porté sur la réglementation du contrat de Société ; c'est pourquoi, les mesures édictées constituent essentiellement une source contractuelle d'obligations.

Le prospectus s'incorpore dans le contrat d'émission et fournit par suite une base conventionnelle à une responsabilité contractuelle entre le souscripteur et les créateurs de l'entreprise.

L'étendue des dispositions légales, relatives au prospectus, ne permet pas de prononcer la nullité des souscriptions pour toute violation des prescriptions imposées. Aussi, la sanction de l'irrégularité commise est-elle liée à la gravité de celle-ci.

En premier lieu, le vice de forme du contrat conduit à une nullité absolue ; elle résulte de l'absence de prospectus ou de l'absence de dépôt d'un exemplaire, auprès du Registrar. En ce qui concerne l'inobservation des conditions de fond, l'annulation de la souscription est soumise aux règles du droit commun des contrats : seule une erreur substantielle dans l'esprit de l'actionnaire, entraînée par l'inexactitude ou l'omission dont est entaché le prospectus, en justifie la demande. L'irrégularité de ce dernier doit avoir eu pour effet d'exercer sur le souscripteur une action décisive, sans laquelle il n'aurait pas contracté.

Il est alors libéré de son engagement et les sommes versées lui sont remboursées. Pour sauvegarder les intérêts des créanciers et des tiers désavantagés par une telle situation, les délais d'exercice de l'action en nullité de la souscription sont très brefs (un mois après la découverte de l'erreur) et celle-ci doit être intentée avant la liquidation de la Société.

Lorsque la violation de la loi ne présente pas un caractère suffisamment grave pour provoquer l'annulation de la souscription, l'actionnaire a un recours par voie d'action en dommages-intérêts contre les promoteurs.

La base contractuelle de cette action permettrait, sans doute, de préciser la cause du préjudice, mais nullement d'établir la preuve de la fraude ou de l'insouciance des personnes assignées.

Aussi le désir d'assurer la réparation du dommage, a-t-il amené le législateur à présumer la responsabilité solidaire des fondateurs, et à en définir la qualité :

- 1^o Les personnes qui ont participé à la préparation du prospectus, à l'exception de celles qui ont pris part à titre professionnel seulement à la constitution de la Société ¹.
- 2^o Les personnes qui ont autorisé l'émission du prospectus.
- 3^o Les administrateurs ou les personnes ayant accepté dans le prospectus d'en remplir les fonctions.

Les fondateurs ne peuvent dégager leur responsabilité que s'ils se trouvent dans certaines hypothèses considérées par la loi comme excluant une faute de leur part :

- 1^o Lorsqu'ils ont, avec une publicité suffisante, retiré leur autorisation, ou désavoué la publication du prospectus ;
- 2^o Lorsque l'inexactitude incriminée provient du rapport d'un expert, dont la responsabilité se trouve engagée.

En raison de son caractère exorbitant du droit commun, cette responsabilité est limitée aux dommages causés par la publication d'une information inexacte ;

1. La jurisprudence est partagée sur la question de savoir si le Secrétaire général doit être considéré comme un fondateur, lorsque son nom paraît dans le prospectus. L'opinion dominante exige une participation active à la rédaction de ce dernier.

il suffit au demandeur, dans une telle circonstance, d'établir la relation de cause à effet entre le renseignement erroné et le préjudice subi.

Lorsque l'insuffisance du prospectus provient de l'omission d'une indication exigée par le « Companies Act » le fondateur assigné peut se décharger de sa responsabilité, en prouvant sa bonne foi.

Enfin, lorsque le préjudice résulte de la non-révélation de certains faits capables d'influencer le jugement des souscripteurs, mais dont la loi n'impose pas expressément la divulgation, il appartient à l'actionnaire lésé de démontrer la mauvaise foi de la personne qu'il poursuit, suivant les règles du droit commun.

Le système institué par le « Companies » Act assure une protection efficace des actionnaires ; d'une part, les obligations des promoteurs sont réunies dans le bulletin de souscription ou de vente ; d'autre part, la loi accroit la responsabilité des émetteurs de façon à permettre, dans la majeure partie des cas, la réparation du préjudice supporté par les souscripteurs.

La législation française revêt un aspect absolument opposé ; elle considère que le souci de défendre les créanciers doit exercer une action prépondérante sur le caractère de la réglementation des Sociétés.

Il est certain que l'organisation de la personnalité de la Société permet de donner aux tiers une sécurité qu'ils n'ont pas avec la conception contractuelle, en vigueur en Angleterre.

Mais l'intérêt des actionnaires est alors sacrifié à la garantie des créanciers. La pratique révèle, en effet, que ces tiers ne sont pas toujours les plus intéressants et qu'ils s'entendent parfois avec les fondateurs pour tromper

le public. C'est dans le but d'éviter les dangers des créanciers peu scrupuleux que la loi anglaise a obligé à publier dans le prospectus le nom de ces tiers qui traitent avec l'entreprise en formation.

C'est donc envers celle-ci et non envers les fondateurs, que la souscription engage son auteur ; sans doute, est-ce par leur intermédiaire qu'elle se réalise, néanmoins, les souscripteurs sont liés définitivement envers la Société par le contrat de souscription.

Comme la loi n'en réglemente pas les clauses par une convention collective analogue à celle du Droit anglais, un tel contrat ne constitue aucunement, en pratique, la source d'une responsabilité contractuelle.

Chaque souscripteur pourrait, cependant, se prévaloir des causes de nullité, vice de consentement, objet illégitime ou incapacité qui affectent son engagement.

L'efficacité de ce recours pour protéger les actionnaires contre les manœuvres dolosives des émetteurs à l'effet de provoquer des souscriptions apparaît très faible : la nullité pour cause de dol ne peut être invoquée que contre l'auteur des manœuvres frauduleuses ; elle ne saurait être opposée à l'action directe des créanciers sociaux (art. 1116 Code civil) ¹.

La solution admise pour les obligataires leur est plus favorable ; ils sont, en effet, considérés comme des créanciers de la Société et c'est contre celle-ci qu'est intentée l'action en nullité et en répétition des sommes versées.

La rigueur du système français à l'égard des souscripteurs est à l'origine d'un grand nombre d'abus dont ils ont été les victimes.

1. Dalloz. *Répertoire pratique de législation*, t. II, p. 251.

La loi, en assujettissant l'émission des valeurs mobilières à certaines formalités n'a pas entendu en subordonner la validité à leur accomplissement.

C'est pourquoi, l'absence de lien de droit contractuel entre les souscripteurs et les émetteurs, en même temps qu'elle rend difficile la recherche de la responsabilité de ceux-ci, désavantage ceux-là par rapport aux créanciers.

Les souscripteurs restent tenus vis-à-vis des tiers même s'ils actionnent en responsabilité les fondateurs ; c'est la conséquence de l'adoption par les Pouvoirs publics de la théorie de la personnalité morale de la Société.

Une réforme partielle a été apportée par l'institution du prospectus d'émission et de placement, qu'a complétée l'obligation du bulletin de souscription intervenue à la suite du décret-loi du 31 août 1937.

Ces textes établissent désormais une responsabilité contractuelle dont il ne faut pas exagérer l'importance.

Elle n'est d'abord pas opposable aux créanciers de la Société ; son domaine d'application est ensuite limité à l'étendue des informations exigées qui ne dépasse pas sensiblement celle établie par la loi de 1907 ; enfin, le bulletin de souscription n'est obligatoire que pour les émissions par souscription publique ; en cas de fondation simultanée, il conserve le caractère facultatif qui caractérisait le prospectus de placement¹ et il n'assimile pas la vente à une émission.

Dans les autres cas les actionnaires devront recourir à une action en responsabilité délictuelle, la seule qui leur était ouverte avant l'introduction de ces réformes.

1. Voir *supra*, 2^e partie, chapitre 1 : phase externe de l'émission, p. 96.

§ 2. — RESPONSABILITÉ DÉLICTUELLE.

Le désir d'assurer, par des sanctions efficaces, l'observation des prescriptions auxquelles sont assujetties les émissions de valeurs mobilières, a conduit les Pouvoirs publics à renforcer la responsabilité des émetteurs. C'est pourquoi, les actionnaires peuvent exercer une action en responsabilité civile distincte de celle qui résulte de l'article 1382 du Code civil ¹. La base juridique est sans doute la même dans les deux hypothèses, mais les conditions d'exercice en sont profondément modifiées.

L'application de l'article 1382 aux opérations d'émission [s'avère, en fait, malaisée. Le nombre des intermédiaires qui concourent à la création d'une entreprise est très important ; aussi est-il difficile de prouver la faute d'un fondateur et de lui imputer la cause du préjudice subi.

Dans certaines circonstances, cependant, la situation des souscripteurs lésés se présente sous un aspect plus favorable : lorsque les agissements auxquels se sont livrés les fondateurs caractérisent un délit pénal, une action civile est ouverte au profit des personnes qui en sont victimes, sous la réserve que soit établie une relation de cause à effet entre l'infraction et le dommage.

L'action civile intentée conjointement à une action pénale est soumise aux mêmes règles et à la même prescription de trois ans ; elle constitue une sanction qui atteint souvent le but recherché.

Au contraire, l'action civile qui ne repose pas sur un délit pénal aboutit rarement au résultat poursuivi, à

1. Dalloz. *Répertoire pratique de législation*, t. XI, p. 278.

moins qu'elle n'entre dans le cadre de la responsabilité spéciale édictée par le législateur à l'encontre des fondateurs.

Une Société ne peut obtenir la personnalité morale qu'après l'accomplissement d'un certain nombre de formalités. Ces conditions auxquelles sont astreints les promoteurs, définissent le statut des Sociétés et complètent les règles de droit commun également applicables à celles-ci.

L'inobservation de la charte constitutionnelle des Sociétés donne alors lieu à la mise en jeu de cette responsabilité particulière créée dans l'intérêt des actionnaires et des tiers.

Comme les faits qui la justifient proviennent d'une violation des règles constitutives, ils permettraient, parallèlement de prononcer la nullité de la Société.

C'est pourquoi, le législateur en subordonne l'exercice à l'annulation préalable de celle-ci et il rend solidairement responsables les fondateurs auxquels est imputable la nullité et les administrateurs en fonctions au moment où elle a été encourue.

Malgré la difficulté de séparer les opérations de constitution des opérations d'émission, les causes de nullité qui tiennent à l'irrégularité de ces dernières peuvent se répartir en deux catégories, les vices de forme d'une part, les vices de fond d'autre part.

Les principaux vices de forme sont :

- a. L'inobservation des règles de publicité légale (dépôt au greffe, publication dans un journal d'annonces légales) dans la mesure où cette publicité légale intéresse l'émission ; (la no-

tice légale de la loi de 1907 n'est pas sanctionnée par la nullité de la Société).

- b.* L'absence de déclaration notariée ou son irrégularité (omission de la liste des souscripteurs, de l'état des versements ou, depuis le décret-loi du 31 août 1937, du reçu du dépôt des fonds...).
- c.* L'irrégularité des assemblées constitutives.

De leur côté, les vices de fonds sont essentiellement :

- a.* La fictivité de la souscription.
- b.* La simulation des versements.
- c.* Depuis le décret-loi du 31 août 1937, l'absence de dépôt des fonds reçus.
- d.* L'inobservation des conditions de création des actions (taux minimum, actions d'apport nominatives pendant deux ans...).
- e.* L'absence de vérification par l'assemblée constitutive soit des apports soit de la déclaration notariée (l'inobservation des règles relatives au choix du commissaire aux apports n'entraîne pas la nullité de l'assemblée ni celle de la Société).
- f.* La violation des dispositions du décret-loi sur le droit préférentiel de souscription des actionnaires aux augmentations de capital, relatives à la procédure à suivre pour écarter le droit préférentiel (il en résulte la nullité de l'augmentation de capital).

Dans le souci de favoriser les tiers, la législation n'a pas voulu que les actionnaires puissent leur opposer la

nullité de la Société. C'est une solution conforme à celle adoptée en matière de responsabilité contractuelle où l'annulation de la souscription pour dol n'est pas opposable aux tiers.

Il est intéressant de rapprocher le système français de celui plus avantageux pour les souscripteurs par lequel le « Companies Act » sanctionne les violations de la réglementation de la phase interne de l'émission, d'ailleurs très réduite.

En cas d'inobservation des prescriptions relatives à la souscription minimum et au versement obligatoire, il prononce à l'égard de tous la nullité absolue de l'émission, pourvu que l'instance soit introduite dans le délai d'un mois.

Il y a également lieu de constater que depuis le décret-loi sur la protection des obligataires, les émissions d'obligations sont frappées d'une nullité absolue, lorsqu'elles contreviennent aux dispositions d'ordre public qui les régissent : par exemple, l'inobservation de l'interdiction, pour un particulier ou une Société qui n'a pas publié le bilan de son premier exercice, d'y recourir, ou l'irrégularité des titres émis. En outre, les obligataires sont considérés comme des tiers, vis-à-vis de la Société dont ils peuvent demander la nullité et poursuivre les administrateurs et les promoteurs.

L'action en responsabilité étant subsidiaire à l'action en nullité, s'éteint, en principe, toutes les fois que la nullité est couverte : par prescription de cinq ans ou par réparation du vice de constitution.

Mais le législateur n'a pas voulu que les fondateurs échappent dans ce dernier cas aux conséquences de leurs fautes ; aussi, malgré la régularisation de la Société, l'ac-

tion en responsabilité subsiste-t-elle, à titre principal alors, pendant les trois ans qui suivent l'irrégularité.

Cette action spéciale, par son caractère accessoire et par sa durée limitée, l'est encore par la solidarité qu'elle établit entre les fondateurs, les premiers administrateurs et, lorsque le dommage leur est imputable, les apporteurs en nature.

A l'opposé de la législation anglaise, la loi française ne donne aucune définition du fondateur. C'est une question de fait laissée à l'appréciation des juges de fond et l'opinion dominante de la Jurisprudence et des auteurs confère cette qualité à ceux qui ont exercé une action déterminante dans les opérations initiales.

La responsabilité instituée par la loi apparaît exorbitante du droit commun ; elle est obligatoire et solidaire, la réparation se mesurant au préjudice subi.

Cependant, son efficacité dépend de la solvabilité des personnes assignées qui peuvent s'organiser de façon à la rendre illusoire ; aussi, doit-elle être complétée par des sanctions pénales qui répriment les infractions les plus graves aux dispositions légales.

Section II. — Responsabilité pénale.

L'organisation de la responsabilité civile des fondateurs ne constitue pas toujours une sanction suffisante pour assurer le respect de la réglementation des opérations d'émission ; d'une part, elle est rendue inopérante par l'insolvabilité des émetteurs, d'autre part, elle a pour objet de réparer le préjudice subi par les souscripteurs et nullement de punir les infractions à la loi ; encore ce dernier résultat est-il plus ou moins difficile à atteindre

suivant les principes juridiques admis par le législateur.

Dès lors, celui-ci s'est préoccupé de réprimer l'inobservation des dispositions édictées par l'institution d'une responsabilité pénale des promoteurs ; elle renforce celle encourue pour les délits de droit commun qu'ils peuvent, parallèlement, commettre.

Le système initial de la loi de 1867 a été complété par les décrets-lois de 1935 et de 1937. La succession des scandales financiers avait montré l'insuffisance de la réglementation des valeurs mobilières ; sous la pression des idées, les Pouvoirs publics se sont émus de la situation entraînée par leur inertie.

Comme l'opinion publique exigeait une solution rapide, ils ont employé, de préférence, la méthode répressive qui leur est apparue la plus facile. Elle présente, en effet, l'avantage de ne pas apporter de modifications profondes au régime en vigueur et de remédier aux abus les plus graves.

Les délits récemment créés se sont, donc, ajoutés à ceux préexistants, sans en changer la nature. Ce sont des délits spéciaux qui peuvent se classer en deux catégories, selon qu'ils correspondent à une infraction aux règles constitutionnelles de la Société et aux formalités d'émission ou qu'ils se rapprochent des délits de droit commun sans réunir cependant tous les caractères spécifiques de l'escroquerie.

Cette distinction n'a pas pour conséquence, comme certains auteurs l'avaient pensé, d'assimiler les infractions du premier groupe aux contraventions ; la peine qualifiant l'infraction, les unes et les autres sont des délits correctionnels.

L'origine de la confusion résultait de la présomption

de faute établie, dans la première catégorie, à l'encontre des fondateurs. La violation matérielle des conditions imposées par le législateur ne suffit pas pour entraîner les sanctions pénales ; la faute est nécessaire pour constituer le délit, mais cette faute se présume, parce que la loi a imposé à quelques personnes l'obligation positive de s'assurer de l'accomplissement des formalités légales. Seule une erreur invincible qu'une vérification normale n'aurait pu faire découvrir peut dégager la responsabilité des émetteurs ¹.

Au contraire, le second groupe comprend les délits pour lesquels il est indispensable de démontrer l'intention frauduleuse ; ce sont des faits de droit commun voisins de ceux que réprime l'article 405 du Code pénal ; la peine est d'ailleurs bien plus sévère, aussi ne peut-elle être appliquée que lorsque les personnes poursuivies ont agi de mauvaise foi.

La loi de 1867 prévoyait deux infractions du premier groupe, les délits d'émission et de négociation d'actions, effectuées contrairement aux prescriptions sur :

- 1° Le taux minimum.
- 2° La souscription intégrale et le versement du quart.
- 3° La libération des actions mixtes.
- 4° La déclaration notariée.
- 5° La forme nominative des actions qui ne sont pas entièrement libérées.

Le délit d'émission est réalisé par la création matérielle et la délivrance des titres, c'est-à-dire par une émission au sens étroit du mot permettant de considérer la Société comme constituée définitivement.

1. Tchernoff. *Droit pénal financier*, t. I, p. 255.

Celui de négociation, par la négociation, en dehors des procédés prévus à l'article 1690 du Code civil, d'actions dont l'irrégularité apparaît à la simple inspection extérieure du titre ou dont le vice était connu du prévenu (fondateur ou souscripteur n'ayant pas effectué le versement du quart).

La loi budgétaire de 1907 sanctionnait d'une manière analogue l'inobservation des formalités de publicité au respect desquelles, d'ailleurs, n'était pas subordonnée la validité de l'émission.

Enfin, les décrets-loi de 1935, en même temps qu'ils amélioraient la réglementation des Sociétés, réprimaient pareillement les infractions aux nouvelles dispositions, lorsqu'elles ne présentent pas, pas suite de l'absence d'intention frauduleuse, la gravité des délits de la seconde catégorie.

La violation des prescriptions relatives aux émissions d'obligations, aux augmentations de capital, au prospectus de placement, au choix des commissaires aux apports est punie d'une amende, pénalité caractérisant le premier groupe de délits.

L'emprisonnement est réservé au second, dont le domaine est délimité par la nécessité de prouver l'existence d'une faute sciemment commise dans le dessein de procurer un avantage personnel.

En premier lieu, la violation frauduleuse, en vue de porter atteinte aux droits patrimoniaux des intéressés, de la réglementation des augmentations de capital et des émissions d'obligations rend ses auteurs passibles d'un emprisonnement de un à cinq ans.

Ensuite, l'inexactitude du prospectus et l'inobservation de la législation du démarchage sont sanctionnées

par les peines de l'article 405 du Code pénal, dont le maximum s'élève à dix ans, en cas d'appel au public.

Les autres délits sont réunis dans l'article 15 de la loi du 24 juillet 1867 dont le champ d'application dépasse le cadre de l'émission des valeurs mobilières.

Dans la partie qui se rapporte à cette dernière, il est rédigé comme suit :

Sont punis des peines portées par l'article 405¹ du Code pénal, sans préjudice de l'application de cet article à tous les faits constitutifs du délit d'escroquerie :

1^o Ceux qui dans la déclaration notariée, ont affirmé sincères et véritables des souscriptions qu'ils savaient fictives ou ont déclaré de mauvaise foi que des fonds qui n'ont pas été mis définitivement à la disposition de la Société ont été effectivement versés².

2^o Ceux qui, par simulation de souscriptions ou de versements, [ou par publications faites de mauvaise foi de souscriptions ou de versements qui n'existent pas, ou de tous autres faits faux, ont obtenu ou tenté d'obtenir des souscriptions ou des versements.

3^o Ceux qui, pour provoquer des souscriptions ou des versements, ont, de mauvaise foi, publié les noms de personnes désignées contrairement à la loi comme étant attachées à la Société à un titre quelconque.

8^o Ceux qui auront, à l'aide de manœuvres frau-

1. Dont le maximum s'élève à dix ans en cas d'appel à l'épargne.

2. Depuis le décret-loi du 8 août 1935.

duleuses, fait attribuer à un apport en nature une évaluation supérieure à sa valeur réelle ¹.

La répression de la déclaration inexacte et de la majoration frauduleuse des apports est une innovation heureuse des décrets-lois récents, qui complète avec la sanction de l'inexactitude du prospectus les dispositions de l'ancien article 15 de la loi de 1867.

Celui-ci se bornait à condamner les manœuvres qui accompagnent parfois les opérations d'émission et qui consistent dans la simulation de souscriptions et de versements ou dans la publication de faits faux.

Sans doute, réprimait-il les abus de la publicité financière, mais seulement lorsqu'ils revêtaient l'aspect de manœuvres, à l'égard des personnes sollicitées.

L'affirmation mensongère ne suffisait pas pour entraîner son application, que le nombre des intermédiaires qui interviennent dans la publicité financière permettaient, pratiquement, d'éluder.

La répression de l'inexactitude du prospectus, remédie, en partie, à cette lacune ; le prospectus peut être inexact sans être faux, il peut même être matériellement vrai et néanmoins entaché d'inexactitude.

Cependant, sa portée reste limitée ; en particulier, la publicité par la voie de la presse échappe à toute sanction lorsqu'elle n'entre pas dans le domaine de l'article 15.

C'est une insuffisance du système répressif français qui n'interdit pas le renseignement inexact ; le rôle de la presse rend urgente une réforme dans ce sens ; elle pourrait utilement s'inspirer de la législation de l'Etat

1. Depuis le décret-loi du 31 août 1937.

de New-York, qui punit les informations ayant pour but d'induire les lecteurs en erreur.

En réalité, l'article 15 s'attache à des faits de droit commun qui pourraient à la rigueur être considérés comme relevant du délit d'escroquerie ; il poursuit moins la violation du Statut des Sociétés que l'utilisation de procédés délictueux.

Les Pouvoirs publics ont voulu attirer l'attention des tribunaux sur le danger de la fraude dans la formation des Sociétés.

L'existence d'une personne morale facilite la dissimulation des agissements de ses fondateurs et leur confère une importance accrue. Aussi, doit-on faire preuve d'une plus grande sévérité envers des pratiques dont le caractère dolosif n'est peut-être pas suffisamment établi pour constituer une escroquerie.

Dans d'autres circonstances, au contraire, ce dernier délit sera parfaitement caractérisé. Dès lors, la responsabilité pénale de droit commun sera mise en jeu, et non plus celle créée par les lois sur les Sociétés.

La séparation entre les infractions de l'article 15 et celles de l'article 405 du Code pénal est donc incertaine ; à mesure que la Jurisprudence intervient dans les émissions de valeurs mobilières, elle a tendance à abandonner le terrain des lois spéciales pour qualifier l'ensemble des faits, d'escroquerie.

Les opérations d'émission peuvent également donner lieu à l'application de l'article 408 sur l'abus de confiance et à l'article 419 sur l'action illicite sur le marché. Les pénalités des articles 405 et 408 ont d'ailleurs été accrues en cas d'appel au public.

La responsabilité pénale des fondateurs ne constitue

pas seulement le complément indispensable de leur responsabilité civile, elle apparaît encore, très souvent, comme la condition de l'exercice de cette dernière.

A propos d'une action pénale, les plaignants peuvent, en effet, se porter partie civile, sous la réserve de démontrer la relation de cause à effet entre le préjudice subi et l'infraction alléguée. Le Jurisprudence ne s'est pas montrée trop stricte sur l'obligation de prouver ce lien ; dominée par le désir d'assurer une répression efficace, elle admet largement le principe de la responsabilité civile, dès qu'a été reconnue la responsabilité pénale. Sous la pression de l'opinion publique, le domaine de cette dernière s'est élargi. Certes, la simple négligence n'est pas sanctionnée, mais la notion de faute pénale en matière de Sociétés, se rapproche de celle de faute civile. C'est même une des raisons qui conduisent, pratiquement, les tribunaux à ne reconnaître la responsabilité civile que lorsqu'elle résulte d'un texte particulier, le plus souvent pénal.

Ainsi, la difficulté de mettre en jeu la responsabilité civile des promoteurs a amené le législateur à préciser, par des sanctions pénales, les cas où elle serait engagée ; en contre-partie, les juges qui ont maintenant la possibilité de réparer le préjudice subi dans un certain nombre de circonstances, sont tentés de ne plus relever autrement la faute civile : celle-ci tend à être absorbée par la faute pénale.

Si en France, le nombre des sanctions pénales est sans cesse grandissant, une évolution analogue apparaît en Angleterre.

Le Droit anglais des Sociétés a même senti, plus tôt, le besoin d'un système répressif sévère. Les Pouvoirs

publiques sont profondément convaincus que la loi ne peut prévenir toutes les fraudes, sans apporter une gêne excessive aux entreprises honnêtes ; il convient, par suite, d'éviter les réglementations préventives trop rigoureuses. Mais, pour maintenir les promoteurs dans les limites de l'honnêteté et de la légalité, le recours aux sanctions pénales semble essentiel. A côté de la responsabilité civile, souvent trop facile à éluder, la menace des dispositions répressives est seule susceptible d'exercer sur les promoteurs une action suffisante pour les amener à réaliser les opérations d'émission dans les conditions de sincérité et de loyauté exigées par la loi.

Le principe du système pénal anglais est assez voisin de celui du régime français, mais l'application est mieux adaptée aux nécessités pratiques.

Il sanctionne l'intention frauduleuse par un texte général et l'inobservation des formalités légales par une succession de textes spéciaux constituant autant de délits spéciaux.

Les infractions spéciales résultent de la simple violation de la loi ; la faute est alors présumée ; une amende variable suivant l'irrégularité, la réprime.

Le texte général est le « Larceny Act », qui punit d'emprisonnement ou de travaux forcés, les affirmations mensongères faites en connaissance de cause pour induire en erreur les actionnaires ou les amener à souscrire.

Plus compréhensif que l'article 15 de la loi française de 1867 ou que l'article 405 du Code pénal, il permet d'atteindre la mauvaise foi, dans toutes les circonstances où elle se manifeste.

Le législateur s'est montré très sévère pour l'intention

frauduleuse, pour le dol ; il est, au contraire, plus indulgent pour la négligence.

Il a en même temps compris que la plupart des actes délictueux ne se révélaient pas à l'époque de la formation de la Société. C'est pourquoi, il impose au liquidateur, en cas de liquidation ou de faillite, l'obligation d'avertir le ministère public de toutes les infractions qui ont pu être commises lors de l'émission.

De cette façon, la répression pénale atteint tous les faits contraires à la loi ; elle répond parfaitement au but recherché par le législateur, qui établissait en contre-partie de la liberté laissée aux fondateurs, la mise en jeu de leur responsabilité pénale et civile.

L'efficacité des sanctions dépend encore de la rapidité de leur application. A cet égard, la situation française est regrettable : les affaires financières demandent plusieurs années pour être jugées ; à ce moment, elles sont oubliées de tous et les répercussions sur l'éducation des épargnants et la moralité des émetteurs en sont affaiblies.

La situation anglaise apparaît plus favorable ; les procès sont plus rapides, la répression plus complète.

Dans une affaire célèbre, le président d'une Société de navigation, Lord Kysant avait procédé à une augmentation de capital. Le prospectus contenait des assertions qui, sans être matériellement fausses, étaient de nature à induire en erreur les épargnants : il mentionnait les bénéfices réalisés dans les cinq dernières années, sans spécifier qu'ils l'avaient été dans la première, les quatre autres étant déficitaires. Trois mois après l'ouverture des poursuites, Lord Kysant était condamné à quinze mois de prison.

Cet exemple souligne les lacunes du régime français.

C'est de la lenteur de l'instance, autant que de l'insuffisance de la répression, que provient la faiblesse du système répressif français. Une réforme s'avère difficile : elle est liée à la réorganisation judiciaire du pays, problème qui ne saurait être abordé ici.

CHAPITRE II

RESPONSABILITÉ DES INTERMÉDIAIRES

Section I. — Responsabilité des Syndicats d'émission.

Le rôle primordial joué par les Syndicats financiers dans les émissions de valeurs mobilières, donne un caractère de gravité particulière aux fraudes qui proviennent de leur intervention.

L'organisation de la responsabilité de leurs membres apparaît indispensable pour réprimer les abus auxquels ils peuvent donner lieu. Mais, par suite de l'absence de réglementation de leurs opérations, c'est à la Jurisprudence qu'incombe le soin de la déterminer.

Le problème ne se présente pas sous le même aspect dans toutes les circonstances. La mise en jeu de la responsabilité pénale des syndicataires offre peu de difficultés : ils peuvent toujours être considérés comme complices des fondateurs et frappés des pénalités applicables à ces derniers. Cependant, l'appréciation de leurs agissements dépend des relations qui les unissent à la Société.

Au contraire, leur responsabilité civile est plus malaisée à définir ; elle est étroitement liée aux formes affectées par les Syndicats et aux modalités de l'action syndicale.

Dans les rapports avec la Société, tantôt ils prennent ferme une partie de l'émission, tantôt ils en garantissent la

réussite, ou en facilitent le succès en prêtant à la Société leurs services et en agissant pour son compte.

Vis-à-vis du public, la position qu'ils adoptent est souvent plus ambiguë : même preneurs fermes, ils font effectuer par la Société dont ils écoulent les valeurs diverses formalités et lui demandent de rédiger le prospectus de placement ; à l'inverse, simples intermédiaires, ils sont amenés à y mentionner leur nom et parfois à le signer ¹.

Il est cependant nécessaire de définir leur situation pour fixer la nature de l'action en responsabilité. Suivant le contrat qui intervient entre la Société et le Syndicat, celui-ci participe à l'émission en qualité d'émetteur ou en qualité de vendeur.

§ 1. — SYNDICAT ÉMETTEUR.

Au sens strict du mot, un Syndicat émetteur est celui qui place les titres dans le public pour le compte de la Société et qui verse dans la caisse sociale le produit de l'émission. C'est habituellement la fonction du Syndicat de garantie, ou du Syndicat d'entremise, groupement de banques qui se chargent de l'écoulement des valeurs sans supporter les conséquences de l'insuccès du placement.

L'étendue de la responsabilité des syndicataires dépend de la part qu'ils ont prise à la formation de la Société ; selon que leur action les rapproche des fondateurs ou les révèle sous le simple aspect d'intermédiaires, les souscripteurs peuvent plus ou moins facilement les poursuivre en réparation du préjudice subi.

En premier lieu, le gérant du Syndicat, ou certains de ses

1. Tchernoff. *Syndicats financiers*, p. 312.

membres peuvent avoir concouru à la création de l'entreprise ; assimilés aux promoteurs et aux administrateurs, ils en supportent les obligations.

L'action en responsabilité sera de même nature que celle intentée contre les fondateurs pour inobservation des dispositions impératives qui régissent la constitution de la Société et l'émission de ses titres. Elle pourra également reposer sur l'article 1382, lorsque la législation spéciale ne procure pas une base suffisante.

Dans l'un et l'autre cas, ils seront responsables de leur faute, à la condition que le dommage causé leur soit imputable. L'inexactitude du prospectus, lorsqu'elle leur est connue, entraîne leur responsabilité.

Celle-ci apparaît très forte, puisque sa mise en jeu sanctionne la violation de la charte constitutionnelle des Sociétés, en même temps que les agissements en vue d'amener le public à souscrire.

Ensuite, le Syndicat peut se séparer des fondateurs, il accorde un concours plus restreint à la formation de l'entreprise et se limite à l'écoulement des titres ; il peut même se borner à l'assistance purement matérielle qui consiste à mettre ses guichets à la disposition de la Société.

Son rôle apparaît alors moins net ; il encourt une responsabilité variable avec sa participation aux opérations d'émission. Il peut être considéré comme fondateur, si son action marque une emprise totale sur celles-ci ; c'est une question de fait laissée à l'appréciation des juges de fond.

Quand son intervention se réduit à prêter ses guichets moyennant une rémunération, il est le mandataire de la Société et sa responsabilité n'est engagée qu'envers elle.

Plus souvent, il associe ses efforts à ceux des promoteurs, pour faciliter la réussite de l'émission.

La Jurisprudence admet, dans une telle circonstance, l'existence, à la charge du Syndicat ou du banquier intermédiaire, d'une responsabilité restreinte aux irrégularités flagrantes, dont l'ignorance constitue une faute lourde ; par exemple, l'absence de notice légale ou ses lacunes.

L'application de ce principe conduit les tribunaux à exiger un contrôle plus sévère en matière d'obligations.

Le placier doit s'assurer de la réalité des garanties, mais il n'a pas à en vérifier la solidité ou la réalisation, il ne peut, d'autre part, être déclaré négligent s'il est victime d'une erreur invincible.

Pour engager la responsabilité d'un Syndicat, la faute doit être la cause déterminante du préjudice subi.

Les agissements répréhensibles doivent donc revêtir un aspect suffisamment grave ; fréquemment, ils justifient une action pénale basée sur les manœuvres dolosives, auxquelles se sont livrés les syndicataires.

D'ailleurs, l'existence d'un Syndicat peut se combiner avec certaines pratiques des fondateurs, pour constituer une escroquerie ; parfois, il peut être envisagé en lui-même comme une manœuvre frauduleuse, destinée à influencer le jugement des épargnants, pour les amener à faire partie de la Société : la Cour d'appel de Paris, à propos du Syndicat chargé de l'émission des actions de la Société du Canal de Panama qui ne participait ni à la formation de la Société ni à son fonctionnement, lui avait attribué un caractère purement fictif.

Ainsi l'action en responsabilité, intentée contre un Syndicat émetteur, aboutit difficilement lorsque ses membres sont distincts des fondateurs et lorsque la Société émettrice peut être poursuivie directement pour les faits allégués.

Elle apparaît insuffisante pour protéger efficacement les épargnants. Les opérations syndicales ont pour conséquence de multiplier les intermédiaires ; l'épargnant lésé ne peut retrouver, ou démontrer, le lien qui unit aux promoteurs l'acte préjudiciable à ses intérêts.

Il est malaisé, quand les agissements ne caractérisent pas une infraction pénale, de remonter à l'origine de la faute commise et de la sanctionner. C'est en matière de publicité financière que les abus se révèlent les plus graves : entre les informations données par les promoteurs en vue de la réussite de l'émission et les articles qui parviennent aux lecteurs, s'interposent, favorisés par l'immunité que confère l'anonymat, plusieurs groupes de personnes qui déforment successivement les renseignements fournis.

La réglementation du prospectus de placement et celle du démarchage ont apporté un remède que devrait compléter la législation de la presse. Mais l'œuvre législative est contrariée par les habitudes commerciales de celle-ci ¹.

Cependant, un renforcement du système actuel de responsabilité, entraînerait des résultats appréciables ; au lieu de considérer le Syndicat comme mandataire de la Société émettrice, l'extension à ses membres, en dehors du cas où l'aide accordée est purement matérielle, de la responsabilité encourue par les fondateurs permettrait d'obtenir une répression plus efficace ; intermédiaires intéressés, les syndicataires sont tenus à une certaine prudence.

Parallèlement, les Pouvoirs publics devraient accen-

1. Voir *supra*, 1^{re} partie, chapitre II.

tuer leur tendance vers la substitution d'une source contractuelle à la source délictuelle de responsabilité,

Au point de vue répressif, la législation française se rapprocherait de celle, plus satisfaisante, en vigueur en Angleterre.

La définition légale du fondateur permet d'accorder une telle qualité aux intermédiaires qui ont pris une part active à l'émission. Le souscripteur a un recours contre toute personne qui a autorisé la publication du prospectus et contre le banquier qui a participé au placement, sans que sa responsabilité soit engagée par le simple fait de prêter ses guichets.

§ 2. — SYNDICAT VENDEUR.

Le Syndicat vendeur est celui qui intervient habituellement dans le procédé de formation simultanée de la Société. Souscrivant pour le compte de ses membres les titres d'une entreprise, il les écoule ensuite dans le public à qui il les vend par l'intermédiaire des banques ou quelquefois de la Bourse. C'est donc un Syndicat de prise ferme ; il peut charger du placement divers groupements de personnes ; agissant pour son compte, ces groupements sont les commissionnaires du Syndicat ; leur responsabilité est analogue à celle des placiers étudiée précédemment.

Le gérant du Syndicat peut faire partie du conseil d'administration de la Société, ou en être un des fondateurs ; il est alors assujetti aux obligations de ces derniers. Il peut également ignorer les conditions de la constitution de la Société, et en avoir acquis ultérieurement les actions.

L'acquéreur des valeurs, dont l'achat a causé un pré-

judice, a la possibilité de poursuivre le Syndicat en vertu de l'article 1382 du Code civil ou comme complice de l'un des agissements qui exposent les fondateurs à une responsabilité spéciale, en général, pour n'avoir pas observé les dispositions de la loi de 1907 sur la notice légale.

Le Syndicat poursuivi répond de toutes les conséquences de son activité ; comme la dépréciation du titre résulte, parfois, de pratiques auxquelles il est étranger, d'irrégularités antérieures à l'époque de l'acquisition, l'élément délictuel peut faire défaut.

D'autre part, celui-ci est difficile à prouver ; aussi l'actionnaire préfère-t-il atteindre le vendeur par l'action issue du contrat de vente qui le dispense de la nécessité de prouver la faute délictuelle.

Cette responsabilité contractuelle sera mise en mouvement par l'action en nullité ou par l'action en garantie intentée contre le vendeur. Ce dernier garantit, en effet, les vices cachés de la chose vendue et les qualités qu'il lui attribue et qui n'existent pas ; il peut être amené à rembourser le prix de vente au moment de l'opération, sans être tenu de rendre une somme plus élevée quel que soit le cours atteint depuis par le titre sous l'action des intermédiaires.

Mais le contrat de vente est, en général, mal défini ; la réticence du banquier vendeur n'entraîne pas la nullité de la vente ; de cette façon, échappe à la sanction de l'annulation, la dissimulation d'un ensemble de faits dont la connaissance aurait présenté le plus grand intérêt pour l'acquéreur ; c'est ainsi que la non-révélation de l'existence du Syndicat n'est pas considérée comme une manœuvre dolosive, susceptible d'entraîner la nullité de l'opération.

En dehors des circonstances où le vice de consentement

est nettement caractérisé, l'acquéreur intentera donc l'action en garantie ; il peut demander la résolution de la vente ou la diminution du prix.

Un certain nombre d'auteurs ont exprimé l'opinion que les effets mobiliers n'entraient pas dans le domaine d'application de l'action rédhibitoire, susceptible d'entraver leur circulation ; d'après M. Thaller, une clause de style exonérant la responsabilité pour vices cachés s'incorporerait dans les ventes effectuées à la Bourse ¹.

La Cour de cassation s'est prononcée à plusieurs reprises, en sens contraire ; mais elle exige la réalisation de conditions qui empêchent, dans la plupart des cas, l'action en garantie de réussir.

Elle demande d'abord à l'actionnaire d'établir que le vice du titre est la cause de sa dépréciation ; la nullité de la Société ne pourra être invoquée que dans la mesure où elle a entraîné l'avilissement de l'action ; si celle-ci résulte d'une mauvaise gestion, le demandeur sera débouté.

Ensuite, il faut démontrer que c'est l'ignorance des vices qui a influencé les conditions de la vente ; en matière d'actions, une telle preuve est délicate, leur cours, sujet à de nombreuses fluctuations, est souvent déterminé par des considérations extérieures à la Société.

Les obligations se prêtent plus facilement à l'action en garantie. La Jurisprudence, conforme à la solution admise pour les Syndicats émetteurs, reconnaît à la charge du Syndicat vendeur, l'obligation de s'assurer de la réalité du gage escompté par les obligataires. Le capital actions étant le gage de ces derniers, la nullité de la Société aura, fréquemment, pour corollaire celle de la vente des obliga-

1. Voir Tchernoff. *Syndicats financiers*, p. 343.

tions ; de même, l'insuffisance des sûretés attachées au titre, donnera lieu à l'action en garantie.

L'exercice de l'action en responsabilité contractuelle est donc soumis à certaines réserves qui en limitent étroitement la portée. Elle offre l'inconvénient de faire tomber toutes les négociations postérieures à la constitution irrégulière.

C'est pourquoi, les tribunaux lui sont souvent hostiles ; leurs décisions abandonnent alors la théorie de la vente, pour se rattacher à celle des délits¹ : la faute du vendeur provient de ne pas s'être livré à un examen suffisamment approfondi du titre ; s'il a commis une faute lourde, il ne sera pas exonéré, à raison de sa seule bonne foi.

La responsabilité du Syndicat vendeur se rapproche, dans ce cas, de celle du Syndicat émetteur ; certains arrêts déclarent même, la fictivité du Syndicat et celle de la souscription initiale des actions par ses membres ; ils attribuent aux acheteurs la position de véritables souscripteurs, les fonds qu'ils ont versés ayant, en réalité, servi à alimenter les caisses de la Société ; le Syndicat est qualifié de syndicat-façade. De cette façon, les dispositions protectrices de la législation des Sociétés, permettent de réprimer les agissements les plus préjudiciables.

Néanmoins, le système de responsabilité du Syndicat vendeur apparaît défectueux : d'une part, l'élément délictuel est rarement démontré, d'autre part, la faute contractuelle repose sur une base incertaine. L'erreur des Pouvoirs publics est de ne pas s'être préoccupés de la formation simultanée des Sociétés. L'assimilation d'une vente à une émission et l'institution d'une convention collective

Voir Dalloz. *Répertoire pratique de jurisprudence et de législation*, t. XI, Sociétés, p. 285.

englobant les divers contrats de vente et d'émission permettraient de remédier à la situation actuelle. Les clauses imposées par la loi dans le bulletin de vente constitueraient une source parfaitement définie de responsabilité contractuelle ; le Syndicat vendeur serait astreint à une vérification dont l'inexécution serait ainsi aisément sanctionnée.

C'est la méthode à laquelle recourt le législateur anglais : il assimile le vendeur à l'émetteur et il réglemente le contrat qui intervient avec le futur actionnaire. Aussi, réprime-t-il également les abus de la création simultanée des entreprises et ceux de la formation successive.

Malheureusement, les imperfections inhérentes au régime de l'*underwriting* n'en subsistent pas moins ; seule, la réglementation des conventions syndicales pourrait amener leur disparition, tandis que l'adoption, par la France, des mesures en vigueur aujourd'hui suffirait pour assurer la protection efficace de l'épargnant français.

Section II. — Responsabilité solidaire.

La répression des actes préjudiciables aux intérêts des souscripteurs est rendue difficile par le nombre des intermédiaires ; c'est en matière de publicité financière que leur intervention entrave particulièrement la recherche des responsables. Entre la Société et l'acquéreur éventuel de ses titres s'interposent plusieurs personnes qui jouent un rôle plus ou moins défini, dans les émissions de valeurs mobilières : syndicats d'émission, distributeur de publicité, journaux, banquiers intermédiaires, démarcheurs... D'autre part, les documents utilisés pour amener les épar-

gnants, à souscrire, reposent sur les rapports de techniciens, ingénieurs comptables, dont la mise en cause est pratiquement impossible.

Dans ces conditions, les actionnaires lésés risquent de ne poursuivre que des personnes sans crédit, incapables de réparer le préjudice causé par l'émission. Pour faciliter la réparation du dommage, l'établissement d'une responsabilité solidaire entre les participants au placement semble un procédé efficace.

La législation française des Sociétés s'est, à quelques reprises, inspirée de cette idée sans cependant sortir du champ d'application des principes de droit commun qui ont conduit à la responsabilité du maître pour les faits de ses préposés (art. 1384 du Code civil).

C'est ainsi que le décret-loi du 8 août 1935 sur la réglementation du démarchage a spécifié que le banquier était civilement responsable du dommage causé par la faute, l'imprudence ou la négligence de ses démarcheurs. Mais, il a limité cette responsabilité aux actes du démarcheur agissant en cette qualité.

Le législateur français s'est, donc, jusqu'à présent refusé à étendre la notion de responsabilité solidaire. La législation américaine, au contraire, est résolument entrée dans une telle voie. La prospérité économique avait favorisé aux États-Unis l'éclosion de nombreuses entreprises. Séduits par l'espoir de gains illimités, que l'illusion d'une prospérité sans fin avait déterminée, les épargnants souscrivaient aux émissions de titres sans se préoccuper de leur valeur et sans exiger des émetteurs les informations de nature à les renseigner sur la solidité de l'affaire.

Les mœurs financières orientées vers la spéculation et

la réglementation imparfaite, n'opposaient pas un frein suffisant au développement des abus : certaines entreprises n'avaient d'autre objet que d'enrichir leurs promoteurs aux dépens des actionnaires.

L'ampleur de la crise fut accentuée par les mesures adoptées pour en retarder l'arrivée ; elle devait entraîner une succession de krachs financiers et la ruine des épargnants trop confiants.

Préoccupés d'éviter le retour des excès antérieurs, les Pouvoirs publics ont cherché à renforcer la législation ; leur attention était surtout attirée sur l'impossibilité dans laquelle se trouvaient les actionnaires d'obtenir la réparation de leurs pertes.

Ils ont pensé que l'institution, à la charge de toutes les personnes qui interviennent dans une émission, d'une responsabilité solidaire permettrait de pallier cet inconvénient ; en même temps, les participants au placement seraient conduits à se livrer à un contrôle plus minutieux de l'affaire avant d'en préconiser les titres.

A cet effet, la législation des Sociétés fut complétée par le « Federal Securities Act ». Le « Federal Securities Act, » impose aux émetteurs des obligations sévères, voisines de celles de la loi anglaise.

Toutefois, les responsabilités que cette dernière fait encourir aux fondateurs, le « Federal securities act » les étend, en les aggravant, à tous les intermédiaires qui placent les titres dans le public.

En cas d'inexactitude ou d'omission sur un point quelconque du prospectus, qui doit porter à la connaissance du public tous les faits nécessaires pour rendre la déclaration complète et non équivoque, s'exposent pendant dix ans, de la part de tout porteur de titre, à une action

civile en remboursement des sommes versées, augmentées des intérêts courus depuis l'émission :

- 1° Les fondateurs et les administrateurs à l'époque de l'émission.
- 2° Les Syndicats d'émission, les banquiers, courtiers et autres intermédiaires.
- 3° Les comptables, ingénieurs, ou experts dont les rapports ont servi de base aux assertions du prospectus.

L'innovation essentielle du « Federal Securities Act » par rapport au « Companies Act » anglais provient de la présomption de faute qu'il établit. C'est une présomption irréfragable, l'excuse de la bonne foi ne pouvant dégager la responsabilité instituée par la loi.

Au fond, les auteurs du « Federal Securities Act » ont adopté la théorie du risque comme fondement de la responsabilité civile. Toutes les fois qu'une entreprise ou un individu se livrent à une activité qui engendre un risque pour autrui, ils se rendent responsables du dommage qu'il peuvent causer sans qu'il soit nécessaire de reprocher à l'auteur du dommage une faute quelconque.

Le « Federal Securities Act » devait dépasser le but recherché ; le préjudice qui peut résulter d'une émission de valeurs mobilières atteint, en effet, un montant très élevé ; une émission d'obligations ou d'actions portant sur des dizaines de millions fait courir un risque énorme aux personnes désignées par la loi ; effrayées par la rigueur du texte, elles ont renoncé à solliciter les souscriptions aux placements à long terme.

Les Pouvoirs publics ne pouvaient rester indifférents en face de l'arrêt d'une fonction essentielle du régime capi-

taliste. Devant le refus des Sociétés d'assurances de créer un système de garantie contre les risques supportés par les émetteurs, refus dicté par des considérations analogues à celles qui ont amené les Syndicats d'émission à garantir la bonne fin des émissions, l'État a dû se substituer aux particuliers. Les épargnes individuelles ne sont plus sollicitées pour le financement des entreprises ; le seul mode d'investissement qu'il leur est proposé est constitué par les emprunts de l'État. Celui-ci exerce alors le monopole de fait, des émissions : il place ses titres sur le marché pour en affecter le produit à la souscription de valeurs industrielles.

Le marché des capitaux est fermé à l'initiative privée, l'organisation financière de la nation aboutit à l'instauration d'un régime que certains auteurs ont qualifié de capitalisme d'État ¹, l'État devenant progressivement le principal actionnaire de toutes les entreprises.

Une telle situation devait soulever de vives critiques ; mal préparés à cette nouvelle tâche, les Pouvoirs publics, qu'une organisation administrative défectueuse ne soutenait pas, se sont résolus à atténuer la rigueur de la loi.

Désormais, l'excuse de la bonne foi est admise pour dégager la responsabilité des intermédiaires ; le système américain se rapproche dans ces conditions, des institutions européennes, en conservant cependant un aspect plus sévère ².

1. Voir Boris. *La révolution Roosevelt*, p. 181.

2. Il paraît intéressant de compléter l'étude de la question juridique des émissions aux U. S. A. par celle des problèmes économiques qu'elles soulèvent. C'est de leur solution que dépend, pour une large part, la disparition de la crise.

C'est pourquoi nous reproduisons ces tableaux statistiques extraits du *Federal Reserve Bulletin* de novembre 1937, l'un relatif aux émissions, l'autre au développement de la production (ce dernier par-

tiellement complété par une statistique parue dans le journal *The Statist* du 12 novembre 1937.

Émissions, en millions de dollars.

	TOTAL (intérieures et étrangères).	INTÉRIEURES						ÉTRANGÈRES	CONVERSIONS Sociétés privées.	
		Total.	Etats, Collectivités.	Institutions d'Etat.	Sociétés privées.					
					Total.	Obliga- tions.	Actions.			
1927	7.553	6.219	1.475	87	4.637	3.183	1.474	1.337	1.856	
1928	8.040	6.789	1.379	64	5.346	2.383	2.961	1.251	1.584	
1929	10.091	9.420	1.418	0	8.002	2.078	5.924	671	1.374	
1930	6.901	6.004	1.434	87	4.483	2.980	1.503	905	474	
1931	3.089	2.860	1.235	75	1.531	1.239	311	229	821	
1932	1.194	1.165	762	77	325	305	20	29	319	
1933	720	708	483	64	161	40	120	12	219	
1934	1.386	1.386	803	405	178	144	35	9	312	
1935	1.457	1.409	855	150	404	334	69	48	1.864	
1936	1.922	1.946	735	22	1.192	839	352	23	3.387	
1936 {	Novembre . .	158	158	49	0	109	97	12	0	155
	Décembre . .	266	266	48	0	218	100	118	0	408
	Janvier . . .	241	241	146	0	95	64	31	0	204
	Février . . .	168	168	34	4	130	74	56	0	225
	Mars	185	185	47	0	138	99	39	0	181
	Avril	152	152	67	0	85	45	40	0	87
	Mai	150	150	43	29	78	47	31	0	87
	Juin	359	359	90	0	269	187	82	0	149
	Juillet	250	250	79	89	82	39	43	0	57
1937 {	Août	76	76	26	0	49	33	16	0	56
	Septembre . .	156	153	41	0	112	87	25	3	39

Indices de la production (100 = 1923 à 1925).

	(FEDERAL RESERVE BULLETIN) — Biens de production.	(THE STATIST) — Biens de consommation (commerce de détail).
1922	85	
1926	108	
1927	106	
1928	111	
1929	119	111
1930	96	
1931	81	
1932	64	69
1933	76	67
1934	79	75
1935	90	79
1936	105	88
1937 { Grèves { Janvier . .	112	93
Février . .	117	95
Mars . . .	122	93
Avril . . .	122	93
Mai	122	93
Juin	115	93
Juillet . .	111	94
Août . . .	115	92
Septembre.	109	91
Octobre. .	Baisse plus accentuée.	Baisse plus accentuée.

Le développement de l'activité économique consécutif à la dévaluation du dollar rendait indispensable une reprise des émissions. C'est, en effet, la condition essentielle de toute amélioration durable de la situation économique.

Aussi les dispositions du « Federal Securities Act » étaient-elles particulièrement inopportunes dans un pays où les organismes d'État sont incapables de se substituer à l'initiative privée.

C'est la raison pour laquelle les années 1933 et 1934 sont celles où le volume des émissions est le plus réduit ; les émissions privées, en particulier sont pratiquement inexistantes.

Les institutions d'État, récemment créées, ne peuvent suppléer à leur absence. Elles tiennent, cependant dans l'organisation financière de la nation, une place appréciable qu'elles conservent lorsque le système plus libéral établi à la fin de 1934 permet aux investissements privés de reprendre.

Ce sont des organismes de crédit aux agriculteurs et aux constructeurs d'immeubles, que complète la « Reconstruction Finance Corporation », qui est en quelque sorte une banque d'État chargée de prendre des participations industrielles et de consentir des prêts, la plupart aux banques, quelques-uns aux commerçants.

Dès 1935, l'abondance des épargnes, le taux peu élevé de l'intérêt, d'optimistes perspectives, facilitent le développement des émissions privées qu'une réglementation excessive ne décourage plus.

La reprise des investissements est surtout sensible dans les industries de la métallurgie et de l'alcool (que stimule l'abolition de la prohibition des boissons alcooliques).

Elle s'étend en 1936 aux diverses branches de l'activité, mais reste insuffisante dans les industries du bâtiment. En même temps, se ralentit l'intervention des organismes

« parastataux » de crédit. Le total de leurs prêts et investissements, qui atteignait 9 milliards 300 millions de dollars en 1935 s'abaisse à 8 milliards 900 millions. Le portefeuille de valeurs nouvelles, détenu par le « Reconstruction Finance Corporation » reste, néanmoins stable, aux environs de 900 millions de dollars.

Cependant, l'amélioration de la situation économique ne revêt pas un aspect uniforme : elle est plus forte dans les industries de biens de production — excepté le bâtiment — que dans celles de biens de consommation. Comme, d'autre part, un domaine nouveau ne se présente pas à l'activité nationale pour en favoriser la stabilisation — le logement en Angleterre ou les armements — un déséquilibre économique réapparaît, accentué par la restriction des échanges internationaux et par la politique fiscale du Gouvernement frappant lourdement la plus-value du capital et les réserves de Sociétés.

C'est pourquoi une baisse des prix et un arrêt de la production se manifestent actuellement (octobre, novembre 1937) ; ils entraînent parallèlement une diminution des émissions dont le volume, pour le 3^e trimestre de 1937 est le plus réduit qui soit enregistré depuis la renaissance de 1935.

Émissions de valeurs de Sociétés privées (en millions de dollars).

TAUX MOYEN par trimestre de :	MARCHÉ INTÉRIEUR	
	Émissions.	Conversions.
1925-29	1.268	312
1935	101	466
1936	298	847
1937 { 1 ^{er} trimestre . . .	363	609
2 ^e trimestre . . .	432	323
3 ^e trimestre . . .	244	152

Les États-Unis traversent une nouvelle crise économique; elle est la conséquence du caractère artificiel de la reprise récente et de l'assainissement insuffisant de la situation économique, à la suite des excès commis avant 1930. C'est une crise d'adaptation qualifiée par M. le professeur Baudhuin de crise mineure.

Sa liquidation permettra enfin — il faut du moins l'espérer — un accroissement durable des investissements dont le rythme était resté trop faible et dont l'objet était plutôt, jusqu'alors, de faciliter une conversion de dettes antérieures que de développer l'activité du pays.

La nécessité d'accroître l'emploi des capitaux privés est la condition d'une solution définitive de la dépression; c'est une question dont l'intérêt vient d'être aperçu par le Gouvernement dans le message du Président au Congrès, à l'occasion de l'ouverture de la session spéciale, mais sa réalisation rencontre des difficultés très fortes.

De cette tentative intéressante il ressort qu'une réglementation excessive amène nécessairement la disparition de l'initiative privée et l'intervention croissante de l'État dans la vie économique; c'est un enseignement utile pour notre conclusion.

CONCLUSION

L'évolution économique survenue depuis la guerre, a profondément modifié les conditions de l'émission des valeurs mobilières ; d'une part, le recours à l'épargne est facilité par le perfectionnement des procédés de placement et la multiplication des signes monétaires, de l'autre, les épargnants sont découragés par l'instabilité des monnaies et par la dépression économique qui succède à une prospérité que certains croyaient éternelle.

Les Pouvoirs publics ne peuvent rester indifférents au régime des émissions de valeurs mobilières : la protection de l'épargne, le développement de l'économie nationale, les besoins sans cesse accrus de la Trésorerie, les incitent à intervenir.

Cependant, la nature de leur action varie suivant la conception du rôle de l'État qui prévaut. Une transformation des esprits, en effet, a suivi les changements apparus dans la vie économique.

Les uns sont toujours attachés aux doctrines libérales qu'ils estiment indispensables au progrès économique et à la satisfaction de leurs désirs, les autres s'en remettent du soin de diriger l'Économie à l'État qu'ils pensent seul capable de rétablir l'équilibre entre les diverses branches

de la production et d'améliorer les conditions de l'existence des classes laborieuses.

Malgré la part de plus en plus grande qu'ils ont tendance à prendre à la vie de la nation, les Pouvoirs publics, en France, sont restés fidèles dans le domaine des émissions de valeurs mobilières, à la notions traditionnelle de l'État. Mais, sous l'influence des idées nouvelles, ils peuvent être conduits à une action plus directe, dont certains pays montrent l'exemple.

* * *

C'est en France, à l'initiative privée qu'incombe, jusqu'à présent, le développement des entreprises. Les Pouvoirs publics se bornent à défendre les droits du public par la législation des Sociétés dont la pièce maîtresse est constituée par la loi de 1867. Celle-ci s'est révélée insuffisante à l'expérience, la pratique ayant utilisé ses lacunes pour échapper à son application.

Aussi le législateur a-t-il dû la compléter ; mais ses efforts ont revêtu un caractère essentiellement fragmentaire. A la suite de scandales financiers attirant spécialement l'opinion publique, il a cherché à pallier les imperfections qui soulevaient alors les plus graves critiques. C'est pourquoi, la réglementation des émissions de valeurs mobilières apparaît peu cohérente. Elle a conservé le cadre périmé de la loi de 1867, à l'intérieur duquel de nombreuses lois ont depuis remanié des points particuliers.

C'est à cette méthode défectueuse qu'est due l'insuffisance du système français : le législateur n'a pas été amené à revoir dans leur ensemble les mesures édictées et à en contrôler l'efficacité.

Au contraire, le législateur anglais n'a pas craint de reprendre entièrement les dispositions qui régissent les Sociétés et l'émission de leurs titres : en 1862, 1900, 1908, 1929 des codifications nouvelles furent établies.

Pour adapter aux nécessités pratiques le régime des émissions de valeurs mobilières, il faudrait donc reviser complètement, dans l'esprit de les rapporter à une unité de vues, les règles auxquelles elles sont soumises. Sans entrer dans le détail des réformes, dont l'étude a été envisagée dans cet ouvrage, l'œuvre législative ne pourrait présenter d'utilité, tant au point de vue pratique qu'au point de vue juridique, que si elle s'attachait au contrat de Société et à la réglementation des intermédiaires.

Les modifications apportées récemment s'inspirent de ces idées ; leur principe apparaît déjà dans la loi, mais elle en fait une application trop timide.

La réglementation du contrat de vente ou d'émission permettrait de résoudre la question de la création simultanée des entreprises par l'extension à leurs promoteurs de la responsabilité et des obligations de publicité des fondateurs ; celles-ci seraient précisées de façon à donner aux futurs actionnaires la certitude que la Société a été constituée dans des conditions correctes et à leur garantir l'exercice d'une action en responsabilité susceptible de réparer les pertes qu'ils pourraient subir du fait des agissements des émetteurs.

Parallèlement, la réglementation des intermédiaires concourrait à instituer un système sans fissures, évitant les abus de la presse et ceux des opérations syndicales.

La situation des émissions de valeurs mobilières serait voisine de celle du Droit anglais, dont la comparaison

avec le Droit français a suggéré la majeure partie des réformes proposées.

Des divergences subsisteraient : elles tiennent à la structure financière des deux nations et aux principes juridiques qui y sont en vigueur.

Le Droit français définit la personnalité morale de la Société par une charte constitutionnelle dont les prescriptions concernent la phase interne de l'émission laissée par le législateur anglais à la volonté des fondateurs.

Malgré ces différences, les émissions de valeurs mobilières pourraient être considérées comme soumises en France à la règle « liberté mais responsabilité » dont le législateur anglais a toujours cherché à se rapprocher ; elle constitue, d'ailleurs, le fondement du régime capitaliste qui repose sur la liberté sanctionnée par la responsabilité.

Les émetteurs doivent informer d'une manière sincère les actionnaires de l'usage qu'ils font de cette liberté afin d'établir une base certaine à la mise en jeu ultérieure de leur responsabilité.

Certes il n'est pas possible d'éviter tous les abus ; l'efficacité de la réglementation est étroitement liée à l'éducation des épargnants à laquelle elle ne peut suppléer ; des mesures plus rigoureuses risquent d'entraver le développement des entreprises honnêtes.

Une réglementation excessive a été instituée aux États-Unis ; accroissant à l'extrême la responsabilité des émetteurs, elle a eu pour conséquence d'exclure l'initiative privée du marché des capitaux.

C'est à un résultat semblable que tendent plus directement les partisans de l'intervention de l'État dans la vie économique.



L'action des Pouvoirs publics dans le domaine des émissions de valeurs mobilières était, pendant longtemps, commandée par le souci de la protection de l'épargne ; sous l'influence de conceptions nouvelles, leur attitude se modifie, elle est déterminée par le désir de diriger l'économie.

L'emprise de l'État sur le marché des capitaux à long terme est d'autant plus accentuée que la vie économique est plus soumise à sa direction, en d'autres termes, que la forme autoritaire de gouvernement a supplanté la forme démocratique.

A un premier stade, le mouvement des capitaux est laissé à l'initiative individuelle, les Pouvoirs publics exerçant simplement un contrôle des émissions ; à un second stade, l'intervention de l'État tend à revêtir un caractère absolu qui entraîne la disparition des émissions privées.

Un contrôle atténué des émissions de valeurs mobilières a été récemment établi en Belgique.

Dans le dessein d'éviter des abus qui avaient conduit à la crise financière, le Gouvernement belge s'est efforcé de réformer l'organisation bancaire par un arrêté du 9 juillet 1935 ; cet arrêté, en même temps, place sous la surveillance d'une commission bancaire, les offres publiques de titres ¹.

Le pouvoir de la Commission est un pouvoir suspensif qui intervient dans deux hypothèses :

La première est celle où les titres sont offerts au public

1. Voir *Revue économique internationale*, août 1937, pp. 333 et suiv. ; *Le contrôle des Banques et du marché des capitaux*, par Chlepner.

dans des conditions qui peuvent induire en erreur les souscripteurs sur la nature de l'affaire ou sur les droits attachés au titre. Elle répond au souci de protéger les épargnants.

La seconde hypothèse se rattache à un ordre d'idées différent ; elle vise le cas où l'émission est de nature à déséquilibrer le marché des capitaux.

Le système belge de contrôle apparaît modéré ; le rôle de la Commission est plus d'avertir le public que d'exercer une action effective sur le marché des capitaux.

Sans doute, prononce-t-elle un jugement qualitatif, mais les émetteurs conservent la faculté de passer outre à sa décision, à l'expiration d'un délai de trois mois.

Dès lors, l'intervention de l'État est assez étroitement limitée ; elle a simplement pour but de compléter la réglementation générale et abstraite par une étude concrète des entreprises en formation.

En fait, le caractère de la surveillance dépendra de la façon dont elle sera comprise ; la méthode employée renforcera ou au contraire, atténuera la portée des nouvelles dispositions légales.

Dans l'ensemble, cependant, elles diffèrent profondément du régime auquel les nations totalitaires soumettent le marché des capitaux.

C'est le principe de l'interdiction des émissions de valeurs mobilières qui est édicté en Allemagne ; la souscription aux valeurs d'État constitue le seul mode d'investissement des épargnes individuelles.

Certes, des émissions privées ont encore lieu, mais subordonnées à une autorisation gouvernementale, elles ne suffisent pas à alimenter les besoins de l'activité économique auxquels l'État pourvoit directement. Par l'organisation centralisée du crédit et du marché des capitaux

celui-ci exerce un contrôle absolu sur la vie économique.

Une situation voisine était apparue en France au cours de la guerre ; sous un aspect plus désordonné, elle résultait de la volonté des Pouvoirs publics de mettre les forces du pays au service de la Défense nationale.

En réalité, les nations à forme autoritaire de gouvernement, l'Allemagne en particulier, sont actuellement soumises à un régime de guerre qui donne à l'emprise de l'État sur l'Économie, un aspect totalitaire.

*
* * *

Une semblable évolution paraît, en France, peu probable et surtout peu souhaitable. Le caractère individualiste de ses habitants, la puissance de son épargne s'opposent à l'institution d'un régime destiné aux peuples pauvres parmi lesquels celui-ci la rejetterait certainement.

Aussi, est-ce plutôt du perfectionnement des méthodes traditionnelles que de la recherche de systèmes nouveaux, que doit résulter la reprise d'une activité qui encourage les épargnants, désormais mieux protégés.

VU :

Le Président de la thèse,

JEAN LESCURE.

VU :

Le Doyen,

EDGARD ALLIX.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :

Le Recteur de l'Académie de Paris,

ROUSSY.

BIBLIOGRAPHIE

1^o OUVRAGES

France.

- BONNET (Philippe). — *Les émissions de valeurs mobilières en France depuis 1926*. Paris, 1931.
- BORIS (Georges). — *La révolution Roosevelt*. Paris, 1934.
- FÉDÉRATION DES PORTEURS FRANÇAIS DE VALEURS MOBILIÈRES POUR LA DÉFENSE DE L'ÉPARGNE. — *Un programme d'action*, 1927.
- FRANÇOIS-MARSAL. — *Encyclopédie de banque et de bourse*, t. IV et V. Paris, 1931.
- KRAMATA. — *La protection de l'épargne dans les Sociétés anonymes (avant et après les décrets-lois de 1935)*. Paris, 1936.
- KAIN. — *Les Sociétés de placement*.
- LANDER (J. DE). — *Les investment Trusts*. Paris, 1929.
- LESCURE (Jean). — *L'épargne en France*, 2^e édition. Paris, 1936.
- NEWMARK. — *Rapport sur les réformes de la loi de 1867*.
- PERCEROU (A.). — *Lois actuelles et projets récents en matière de Sociétés par actions (Allemagne, Angleterre, Italie)*. Paris, 1933.
- PIC. — *Des Sociétés commerciales*.
- ROUSSILLON (P.). — *La sauvegarde de l'épargne. Les variations du taux de l'intérêt de 1914 à 1928*. Paris, 1928.
- TCHERNOFF. — *Traité de droit pénal financier* (t. I et II). Paris, 1931.
- *Les Syndicats financiers*. Paris, 1930.
- THALLER. — *Traité élémentaire de droit commercial* (édition mise à jour en 1922, par M. Percerou).
- PERCEROU (J.). — *Cours de droit commercial*, 1933-1934.
- JULIOT DE LA MORANDIÈRE. — *Cours de droit commercial*, 1936.
- COLSON. — *Cours d'économie politique* (t. III).
- PIROU. — *Cours d'économie politique*, 1931-1932.
- TRUCHY. — *Cours d'économie politique*, 1932-1933.
- LEBEE. — *Cours de valeurs mobilières et de Bourse*, professés à l'École des Sciences politiques.

Angleterre.

- FINNIE (David). — *M. A. C. A., Capital underwriting*. Londres, Ed. Pitman, 1934.
- *Finding capital for business*. Londres Ed. Pitman, 1934.

- FROUDE AND ERIC V. E. WHITE, B. A. — *The practice relating to debentures*. Londres, Ed. Pitman, 1935.
- HAYDON AND WATER HOUSE. — *The Secretary's manual*. Londres, Ed. Jordan, 1936.
- QUINLIVAN. — *The Company registrar's manual*. Londres Ed. Pitman, 1930.
- PALMER'S. — *Company law*. Londres, 14^e édition, 1930.

2° REVUES ET RAPPORTS

- Association nationale des porteurs français de valeurs mobilières*. Rapport annuel.
- Revue économique internationale*, octobre 1936. *Le crédit allemand*, août 1937; *Le contrôle des banques et du marché des capitaux en Belgique*, par Chlepner.
- Revue politique et parlementaire*, mai 1937. *Difficulté en Belgique de réaliser la séparation des banques d'affaires et des banques de dépôt*.
- Bulletin Quotidien*, supplément hebdomadaire, décembre 1936. *Le projet de loi sur la presse*.
- Répertoire général de Droit français*. Sirey, 1933.
- Répertoire de Jurisprudence et de Législation*. Dalloz.
- Recueil périodique* Dalloz.
- Dalloz Hebdomadaire*.
- Gazette des Tribunaux*.
- Journal des Sociétés*.
- Pandectes françaises périodiques*.
- Revue des Sociétés*.

3° DOCUMENTS OFFICIELS

Angleterre.

- Companies Act*, 1929.
- Company Law amendment committee* (Greene Committee), 1926.
- Committee on finance and industry* (Mac Millan Committee), 1929.

France.

- Rapport du Conseil national économique : la Protection des branches de l'Economie nationale*. *Journal Officiel*, annexe 1936.
- Journal Officiel*: loi du 24 juin 1867; 1^{er} août 1893; 16 novembre 1903; 22 novembre 1913; 26 avril 1917; 31 mars 1927; 23 janvier 1929; 26 avril 1930; 1^{er} mai 1930; 13 novembre 1933; 13 avril 1935.
- Loi du 30 janvier 1907.
- Décrets-lois*: 8 août 1935; 30 octobre 1935; 31 août 1937.
- Journal Officiel* du 23 avril 1937 (R. A. P. relatif aux démarcheurs).
- Journal Officiel* des 8 février 1880, 1^{er} juin 1916, 13 avril 1921, 23 septembre 1933 (réglementation de l'émission des valeurs étrangères);

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION.	4
Position du sujet	4
Principe de la méthode	2
Plan	3
PREMIÈRE PARTIE	
CHAPITRE PREMIER. — Les diverses catégories d'émissions	6
<i>Section I.</i> — Émissions de valeurs nationales, émissions de valeurs étrangères.	6
<i>Section II.</i> — Émissions de Sociétés faisant appel à l'épargne publique et celles de Société privées.	13
<i>Section III.</i> — Émissions de valeurs à revenu variable et de valeurs à revenu fixe	17
Des obligations.	21
Des actions	25
Des parts bénéficiaires.	30
CHAPITRE II. — Le mécanisme de l'émission	33
<i>Section I.</i> — Recherche des épargnants	33
§ 1. — Publicité financière.	33
§ 2. — Démarchage.	38
<i>Section II.</i> — Procédés d'émission dans le public.	40
§ 1. — Formation successive	40
§ 2. — Formation simultanée.	45
Vente en Bourse	46
Placement par les Banques.	48
CHAPITRE III. — Le risque d'émission et les Syndicats d'émission	51
<i>Section I.</i> — Le rôle des Syndicats d'émission	51
<i>Section II.</i> — Les diverses formes de Syndicats	60
<i>Section III.</i> — L'action syndicale.	67

DEUXIÈME PARTIE

CHAPITRE PREMIER. — Phase externe de l'émission	75
<i>Section I.</i> — Publicité légale	75
§ 1. — Centralisation de la publicité.	76
§ 2. — Publicité imposée en cas d'émission	79
Le prospectus anglais	80
Système français.	89
<i>Section II.</i> — Réglementation de la publicité financière et du démarchage	97
Réglementation du démarchage.	99
CHAPITRE II. — Phase interne de l'émission	105
<i>Section I.</i> — Réglementation des modalités de l'émission	106
§ 1. — Émissions d'actions.	106
§ 2. — Émissions d'obligations	117
<i>Section II.</i> — Les contrôles	121
§ 1. — Contrôle de la consistance du capital social	122
§ 2. — Contrôle de l'emploi des fonds	132
CHAPITRE III. — Réglementation indirecte de l'émission	137
<i>Section I.</i> — Intervention de la Bourse	137
§ 1. — Valeurs étrangères	138
§ 2. — Valeurs nationales	145
<i>Section II.</i> — Réglementation des opérations syndicales	150

TROISIÈME PARTIE

CHAPITRE PREMIER. — Responsabilité des fondateurs	162
<i>Section I.</i> — Responsabilité civile	162
§ 1. — Responsabilité contractuelle	163
§ 2. — Responsabilité délictuelle	169
<i>Section II.</i> — Responsabilité pénale	173
CHAPITRE II. — Responsabilité des intermédiaires	184
<i>Section I.</i> — Responsabilité des Syndicats d'émission	184
§ 1. — Syndicat émetteur	185
§ 2. — Syndicat vendeur.	189
<i>Section II.</i> — Responsabilité solidaire	193
CONCLUSION.	203
BIBLIOGRAPHIE.	211
TABLE DES MATIÈRES.	213

IMPRIMERIE
HÉRISSEY
: ÉVREUX :